《金融的逻辑》

（套装共2册）





中信出版集团
CITIC Press Group

VISIT...

LANZAROTE Caliente.com

《金融的逻辑》

（套装共2册）





中信出版集团
CITIC Press Group

金融的逻辑

（套装共2册）

陈志武 著

中信出版集团

目录

金融的逻辑（上）：金融何以富民强国

金融的逻辑（下）：通往自由之路

金融的逻辑

㊤

金融何以富民强国

陈志武

著

中信出版集团 | 北京

目录

新版序言

老版序言 金融为什么

第一篇 资本化的逻辑

第1章 中国的钱为什么这么多

第2章 为什么钱多了并不一定感到富有

第3章 西方的兴起是因为掠夺的银子多吗

第4章 掠夺对西方的崛起贡献有多大

第5章 资本主义快速发展的核心：资本化

第二篇 金融的逻辑

第6章 治国的金融之道

第7章 政府有钱，不如民间富有

第8章 中国人的理财前景

第9章 反思高利贷与民间金融

第10章 中国是否会发生金融危机

第11章 金融现代化为何如此艰难

第三篇 金融危机的逻辑

第12章 从美国次贷危机中学到什么

第13章 如何理解为解救危机而持股银行

第14章 美国式的借贷消费模式会改变吗

第15章 美国消费驱动型模式不会改变

第四篇 股市的逻辑

第16章 中国股市怎么了

第17章 资本市场与法治发展的互动 ——回顾中国近十几年的经历

第五篇 文化的金融学逻辑

第18章 对传统文化的金融学反思

第19章 家庭经济互助功能的弱化与中国金融业的兴起

第20章 中国金融发展为何滞后

第21章 市场经济是个人解放的必由之路 ——答《南方周末》记者问

结语 金融证券之于中国未来

致谢

新版序言

《金融的逻辑》初版问世之时，正时值全球金融危机深谷，中国也在忙于应对危机冲击。回头来看，本书的出版真可谓恰逢其时：一方面社会各界对金融普遍持负面态度，主流媒体铺天盖地给以华尔街为代表的金融业贴上了“贪婪”“掠夺”等标签；另一方面人们对“什么是金融”“金融为什么”等话题特别好奇。金融市场已经发展了几百年，经历了一次次金融危机，但每次危机之后，人们不仅没有放弃金融，反而从危机中吸取教训，使接下来的金融发展得更健康、更深化，这背后的道理是什么呢？许多读者朋友怀着求知探索的热望，从各种严肃的金融学术读物和通俗的金融普及读物中寻找答案。在这个大背景下，《金融的逻辑》获得了众多读者朋友的认同，他们纷纷表示，本书增进了他们对金融的认识和了解。我对读者朋友们的支持和认同表示感谢。

金融危机虽然为《金融的逻辑》的出版提供了一个很好的契机，但是危机本身也强化了一些固有的错误观念，形成了一些错误、片面的说法。这些说法的核心问题，就是金融的定位问题：是不是只有看得见的实体经济才能创造价值，而金融不创造价值？显然不是的。与此相关的错误观点和说法的大行其道，甚至影响到决策层中的许多人，对中国企业、个人和国家的长期竞争力提升是非常不利的。

这些观点有时听起来很有道理，尤其是在金融危机后更让人觉得有道理，因为从表面上看，我们人类赖以生存的都是吃穿住行这些看得见摸得着的“实”物，金融交易这些“虚”的东西既不能填饱肚子，又不能提供温暖，所以，只有那些生产实物的实体经济活动才是真实的产出，这种劳动才创造价值，金融活动不创造价值；生产型经济才是发展的重点，而金融这样的“虚”行业也当然必须为实体经济服务——这些观点的广为流行，说明社会大众距离真正理解金融、理解经济学原理还有漫长的路要走。

首先，没有游离于实体经济之外的金融业，金融也是实体经济。我们应该看到，任何经济活动的目的都是让作为消费者与生产者的人过得好、过得幸福，只要我们做的会给人增加幸福或说增加效用，那就是在创造价值。也就是说，我们应该以人的效用增加来定义价值、定位价

值，而不是以是否生产实物来判断价值创造。

农民种粮食，工人造汽车，我们知道他们在创造价值，因为他们给人提供了粮食和交通工具，解决了人们的吃和行。医生虽然没有生产实物，可是治好病给人带来健康，使人的效用增加，所以，医生当然也在创造价值。那么，金融家的活动是否创造价值呢？

我们还是根据金融是否改善人的效用为标准进行判断。就以意外保险为例。现在有了财产的意外险，即使发生火灾水灾，房产毁了，也不用担心一家人是否还能活下去，因为保险公司可以赔付，这样，心里就有安全感。相比之下，在传统的中国社会，因为没有保险等避险金融产品，一旦发生灾害，众多家庭往往无家可归，面临生存挑战，甚至被迫把妻女作为避险资产使用，以求得一家其他老小活下去的机会。在这个意义上，金融市场带来的不只是让更多人的心里更安全踏实，而且把女性从避险工具和相配的妇道约束中解放出来，使女性得到解放。

从更一般的意义上讲，金融虽然不直接增加物质的总产出，但是通过给人们提供丰富的跨期配置收入与消费、平滑风险事件给生活带来的冲击的工具，让人们不至于一时饿得难有生路，一时收入多得无处可花，使每个人一辈子的总体效用达到最高。金融交易虽然没有直接生产更多看得见摸得着的物质，却使人类社会的整体幸福感、整体效用大大提高。

在我们看来，实体经济不应该由是否生产实物来定义，而应由是否增加人的效用来定义。工人、农民、企业家通过生产实物，提升了人的效用，而金融家通过提供跨期配置风险、跨期配置收入的工具，也提升了人的效用。只要是在从事提升人类效用的经济活动，就都是实体经济的重要组成部分。所以，并不只有工业和农业是实体经济，金融等服务行业也是实体经济。

那么，为什么这么多人难以走出“生产东西的行业才是实体经济”“金融是虚拟经济”这种误区呢？这当然有其历史背景。在传统农业社会或者更早时期，生存、温饱一直是人们面临的最大挑战，因为物质生产能力始终低于人的需求，物质短缺一直困扰着人类。于是，人们在判断什么活动创造价值、什么经济活动最重要的时候，自然以是否在生产粮食及其他看得见摸得着的实物作为主要甚至唯一的价值判断标准。换言之，当物质供给始终不足、许多人处于饥饿或饥饿边缘的时候，物质生产的边际价值最高，解决温饱、让人活下来是最重要的，像金融这样的其他经济活动边际价值相对较低。因为物质生产能直接解决今天的短缺问

题，是为今天能活下去服务的，而金融更多的是解决跨时间、跨空间价值交换的问题。如果今天的生存还没解决好，人类社会当然顾不上考虑明天、后天是否能活得好了。所以，在传统农业社会、在物质短缺的社会里，人们自然以是否在“生产东西”来判断是否在做正事、是否在给社会做贡献，社会盛行“唯实物经济”价值观就不足为奇了。也正因为这种价值观和物质短缺的现实，农业社会几乎只有实物生产经济，没有金融经济，人们很自然地把从事金融的人或商品交易的人视为“不务正业”，甚至视为“剥削者”。

好在1780年左右开启的工业革命改变了人类社会。工业革命首先发生在英国，到19世纪上半叶慢慢扩展到欧洲大陆和美国，它通过机器代替人工，使每个人每天的物质产出大大提升。到了19世纪后半期，美国许多行业的物质产能开始超过需求，开始出现“市场营销”“大众广告”这些新型职业。试想，当社会处于物质短缺的时候，是消费者自己去寻找商品，是卖方“俏”买方“贱”，卖方当然不需要花钱做广告、做“市场营销”了。可是，随着物质生产能力于19世纪后半期超过需求，买方就走俏了，卖方就必须在竞争中通过广告获得消费者的注意。所以，在相当程度上，大众广告的出现标志着率先进入工业革命的社会开始走出物质短缺的时代，向物质过剩的时代迈进。

到了20世纪，特别是随着中国于1978年后开始改革开放，工业革命不仅使先发达的国家走出物质短缺，而且使中国、印度这些人口大国也快速走出物质短缺，进入产能过剩时代。20世纪90年代以来，中国过剩的物质产能通过出口市场找到了销路，但之后出口市场渐渐饱和。与此同时，与产能过剩形成最大反差的是中国社会的金融供给严重不足，金融服务供不应求。经济学的常识告诉我们，当物质产能过剩而金融产能短缺时，那就说明物质生产的总体边际价值为负值，而金融服务的边际价值相对较高。也就是说，此时需要重点发展的不是传统的“实体经济”或“实物经济”，而是金融行业，因为后者的边际价值比前者高，金融业的发展能快速提升社会的整体效用。因此，从经济学和金融的逻辑来说，应该“要重点发展金融经济”。

我国金融业的发展年头不久，很多人对于金融行业有误解。金融作为现代社会、现代经济不可或缺的重要组成部分，不会因为一次或几次危机而中断或者消失，恰恰相反，危机有时甚至是金融业必要的清毒、消毒过程，为其接下来更健康、更深入的发展奠定基础。退一步讲，金融业伴随各发达经济体存在并深化发展了多个世纪，这一事实本身就证

明了金融对社会的正面价值。在看到并认同这个结论的同时，我们还有必要认清金融背后的逻辑。

当金融给国家带来翻天覆地的变化时，随着产权保护体系、契约执行体系及保障市场交易安全的其他制度的逐步发展和完善，个人创造财富的能力也发生了质变。和历史上的“康乾盛世”相比，现代普通人的真实收入也翻了几番。不仅收入的“量”有巨变，而且生活内容和品质也发生了巨变。今天许多消费品是200多年前所没有的，冷藏技术和交通工具也使我们的食物结构不再受季节和地理位置的限制。金融和财富的发展，不仅促进了收入的增加，而且大大扩充了生活、消费的种类与空间，让普通人也能够生活得更加舒适。

今天的我们很幸运，能够目睹中国和世界财富在近半个世纪的快速增长，而且，我们有着比前人更好、更系统的机会认清财富的逻辑，看清楚科学技术、全球化、证券制度等给我们带来的财富的增长。但与此同时，很多人对于金融和财富背后的逻辑的理解可能还有不少错误的看法，我希望我的文字能够继续帮助社会公众消除对金融和财富的误解。这些都是我创作《金融的逻辑》《财富的逻辑》这一系列图书背后的动力。

《金融的逻辑》和《财富的逻辑》，收录了我多年来在这两方面的研究文章。《金融的逻辑》偏重从历史和国家的宏观角度，通过金融在不同文化背景、不同历史时期、不同国家的发展，展现金融的内在运行逻辑，阐述金融的本质，以及它对人类进步和发展、国家经济和财富增长的作用，便于读者对金融有一个深刻的立体认知；《财富的逻辑》则更侧重于从微观和个人层面，从财富创造和创富工具、创富渠道、市场监管等方面，阐述如何能够更好地利用金融和资本，获得更加幸福的生活。

希望我的这些书，能够给读者朋友们带来更多的帮助。

陈志武

2020年9月5日

老版序言

金融为什么

2007年7月，美国出现次贷危机。到2008年秋，次贷危机进一步演变成全方位的金融危机。在2008年9月15日雷曼兄弟公司倒闭之后，美国的金融危机不仅裂变成全球金融危机，而且转变成十足的经济危机，对全球经济形成严重冲击，给多国带来失业大增、政治动荡的严峻挑战。

这个时候，我们自然想知道：金融到底是怎么回事？危机之后，金融市场是否会终结？人类社会为什么需要金融市场？金融交易除了让华尔街、金融界赚钱之外，对社会到底有没有贡献、有没有创造价值？如果有的话，是如何贡献的、如何创造价值的？金融的逻辑是什么？

一

我跟金融结缘完全是巧合。

1986年1月，我从国防科技大学毕业，拿到系统工程硕士学位。由于那时我的英文较好，学校不让我离校，于是，我毕业即留校。只是到那时，我已对工程没有兴趣。权衡之下，就要求分到政治教研室工作，这样，至少能名正言顺地看些社会科学类著作。在那时，全国没有几个政治学、社会科学类的研究生，就这样，我成了第一个进入国防科大政治教研室的硕士毕业生。去那里之后，具体工作主要是给教研室老师分苹果、送花生、收钱等等。

同年3月，我收到耶鲁大学管理学院的录取通知，给我奖学金和生活费用，让我进入其博士班。该博士项目包括金融、财会、市场营销、管理经济学以及运筹学，去了之后我可以选择其中任一学科作为研究方向。这么多选择，一下把我弄糊涂了，当时，除了经济学和运筹学之外，我确实不知道其他学科是什么。

那时，崔之元在国防科大读数学本科，我跟他在一起写文章、译书。问他："什么是finance？"他说："是金融。""那，什么是金融？"他

接着再给了一个解释，只不过我确实没听懂，也就没记住他的解释。我想，反正我的兴趣是用数理方法研究政治、经济与社会，所以，不知道什么是金融也无妨。

就这样，1986年8月28日，我稀里糊涂地来到耶鲁大学。第一学期要上的课程个人没有多少选择空间，不管你今后学哪科，都要上线性代数、概率论与统计、微观经济学以及效用函数理论。第二学期上的是非线性代数、计量经济学、博弈论、微观经济学。这期间，我发现，原来要跟随的那位导师年纪较大，他所做的研究课题有些过时了。同学给我建议："不要选择博弈论政治学或者数理经济学了，还是学金融经济学吧。"

但是，什么是金融呢？

二

到今天，按照我的定义，金融的核心是跨时间、跨空间的价值交换，所有涉及价值或者收入在不同时间、不同空间之间进行配置的交易都是金融交易。金融学就是研究跨时间、跨空间的价值交换为什么会出现，如何发生，怎样发展，等等。

比如，货币就是如此。它的出现首先是为了把今天的价值储存起来，等明天、后天或者未来任何时候，再把储存其中的价值用来购买别的东西。货币同时也是实现跨地理位置的价值交换的工具。今天你在张村把东西卖了，带上钱，走到李村，你又可以用这些钱去买想要的东西。因此，货币解决了价值跨时间储存、跨空间移动的问题，货币的出现对贸易、商业的发展具有革命性的创新。

像明清时期发展起来的山西"票号"，则主要以异地价值交换为目的，让本来需要跨地区运物、运银子才能完成的贸易，只要送过去山西票号出具的汇票就可以了！其好处是大大降低了异地货物贸易的交易成本，让物资生产公司、商品企业把注意力集中在它们的商品上，把异地支付的挑战留给票号，体现各自的专业分工。在交易成本降低之后，跨地区贸易市场不快速发展也难！

相比之下，借贷交易是最纯粹的跨时间价值交换。你今天从银行或者从张三手里借到一万元，先用上，即所谓的"透支未来"，明年或者5年后，你再把本钱加利息还给银行或张三。对银行或张三来说，则正好

相反，他们把今天的钱借出去，转移到明年或者5年后再花。

到了现代社会，金融交易已经超出了以上几种简单的人际交换安排，要更为复杂。比如，股票所实现的金融交易，表面看也是跨时间的价值配置，今天你买下三一重工股票，把今天的价值委托给了三一重工（和市场），今后再得到投资回报；三一重工则先用你投资的钱，今后再给你回报。你跟三一重工之间就这样进行价值的跨时间互换。但这种跨时间的价值互换又跟未来的事件连在一起：如果三一重工未来赚钱了，它可能给你分红；但如果未来不赚钱，三一重工就不必给你分红，你就有可能血本无归。所以，股票这种金融交易也是既跨时间又跨空间的价值交换，这里所讲的"空间"指的是未来的赢利或亏损状态。

当然，对金融的这种一般性定义可能过于抽象，这些例子又好像过于简单。实际上，在这些一般性定义和具体金融品种之上，人类社会已经推演、发展出了规模庞大的各类金融市场，包括建立在一般金融证券之上的各类衍生金融市场，所有这些已有的以及未来的金融交易品种，不外乎是为类似于上述简单金融交易服务的。金融交易范围从起初的以血缘关系为主，扩大到乡镇、地区、全省、全国，再进一步扩大到全球。

为什么人类社会的金融交易规模与范围发生了这么大的变迁？跨越时间、跨越空间的价值交换所要解决的人类问题是什么？金融市场靠什么才能发展？

三

1987年秋季，也就是在耶鲁大学读博士的第二年，我兴奋地等到了金融经济学课程的开课。一开始，教授既没讲金融是怎么回事，也没介绍人类的金融发展史，而是一上来就把所有金融交易用随机变量来描述，亦即，不管是股票、债券、借贷签约，还是其他任何金融交易合同，都可以由随机变量来表达。老师说，正因为所有的金融交易都是由金融合同来完成的，都涉及今天和未来不同时间之间的价值交换，而未来又充满不确定性、充满随机事件，所以，通过把任何金融交易合同的细节条款转换成未来随机事件，分析清楚在每个事件出现时交易双方的得失跟未来事件的关系，就是概率论中讲到的随机变量。

于是，金融学所要研究的就是如何实现这些随机变量的交易、如何为这些随机变量定价的问题。老师说，金融市场的作用之一就是对未来

定价，对交易风险定价。

那些课使当时还没有进入主题状态、没有了解金融交易实质的我一头雾水。搞数学推导、为这些随机变量做定价模型我还可以，因为在中南大学读计算机专业、在国防科大读系统工程时，我学过不少数学，到耶鲁的第一年学了更多。只是从那时一直到2001年前后，我研究的对象与其说是“大社会境况中的金融市场”，还不如说是数学世界里的随机变量和随机过程。对于我这个还比较喜欢数学的人来说，那不是一件坏事，从中还可以体现出中国教育体系出来的人的一种优势。可是，那也让我离真实的世界较远，不能够从金融作为“大社会”中的一分子的角度来研究问题。

那些年的学习中也不乏观念上的冲击。最大的冲击莫过于价值论。一件东西、一种经济活动的价值由什么决定？交易行为本身是否创造价值？按照我们从中学到大学政治经济学中学到的劳动价值论来理解，一件物品有它的固有价值，即生产它所花的时间乘以社会单位劳动时间的成本。也就是说，只有劳动创造价值，交易不创造价值。但是，在1987年的金融经济学课上，我了解到任何东西或证券不存在什么固有价值，只存在相对价值。也就是说，只有相对于人的效用而言，才有价值这回事儿。东西或证券的价值取决于它能否让个人的效用提高，包括消费效用、财富效用、主观幸福或满足感。这等于说，即使花百亿元、十万劳动力一年的时间才能建好的漂亮大楼，如果没有人或机构用它，那么，那栋楼也会一文不值；再昂贵的机器设备，如果没有人要，也一文不值；再怎么费力做成的衣服，如果没有人愿意出钱买，也只是一堆废布。这种观念对我的帮助很大，终于让我理解，原来计划经济时期只顾生产、不顾所产东西有没有人要或者有没有市场，很多时候不是在创造价值，而是在摧毁价值。

反之，即使一样东西没有花多少钱或者劳动时间，它的价值照样可以很高。最具体的例子是像百度、腾讯这样的公司，这些公司都只有20年左右的历史，而且最初都是由几十人创办起来的，也没有自己的高楼大厦，但现在市值都很高，不仅远高于其实际投入的资金和时间成本，而且比那些投资巨大、拥有众多厂房设备与高楼大厦、经营运作了几十年的企业，例如武钢、一汽、二汽等，更值钱。之所以这样，是因为价值取决于这些公司能带来的效用或者说收益，而不取决于其建设成本，跟建设所需的劳动时间关系不大。换言之，价值由未来的收益决定，不是由过去的成本决定。

效用决定价值，而不是劳动成本决定价值，这对于理解金融的逻辑极为重要。一个最典型的例子是投资银行中介服务。假如张三要创办一个造船厂，他手头已经有20亿美元的造船订单，只是需要2亿美元投资。如果造船厂做成了，公司的价值能涨到20亿美元以上。但问题是，张三自己无法找到投资者。与此同时，温州、香港等地的很多个人和机构有很多闲钱存在银行，赚3%的年利息，却苦于找不到风险低回报高的投资机会。

在这种情况下，需要资金的创业者找不到投资方，而愿意投资的又找不到合适的项目，经济发展就会受阻。投资银行家李四利用他平时在张三和投资方中间建立的信任，把两方牵到一起，让两方做成投资交易。这对张三和投资方来说是双赢，张三的造船业务能扩张、个人财富能大大增加，而投资者的未来回报预期也远优于银行存款利息。为促成这种金融投资交易，虽然李四可能只花了5天时间，劳动付出有限，但是，由于张三和投资方都信任他，他的信用服务于双方，为张三、为投资方分别创造了数亿美元价值（他至少使这种价值前景成为可能），那么，李四得到1000万美元（相当于所筹2亿美元资金的5%）的佣金是应该的。当然，5%的佣金或许有些高，但是，正因为李四给交易双方带来这么大的未来财富前景，他贡献的价值显然应该跟这种未来财富前景相连，而不该由他花的劳动时间决定。

四

我从金融作为“大社会”中一分子的角度来研究金融，是2001年之后的事。从那以后的学术思考和研究，让我更加认识到金融发展的价值。转折点出现于2001年暑期，那次回国旅行，让我看到中国社会变化如此之大，激发我研究市场发展、关心社会转型的问题。

2002年6—12月，我在清华大学经济管理学院访问，其间讲一门金融经济学课程。课程内容基本跟我从1991—2001年在威斯康星大学、俄亥俄州立大学以及耶鲁大学所授博士班的课程相同，那就是，先假定各类金融市场已经很发达，我们唯一要做的是如何为金融资产定价，如何在资本市场上运作，如何利用证券产品把投资和风险配置得更好，等等。课程的重点是推导金融数学模型、市场经济模型。之后，在北京大学光华管理学院也讲过类似的课程与内容。

几次讲下来，我意识到，对于金融市场还处于发展阶段的国内同学

来说，这些理论不仅很超前，而且的确难以把这些理论跟他们的生活以及未来就业联系起来，因此，他们对课程的反应一般，应属情理之中。

但是，那些教学经历和观察也启发了我的思考。如果说今天的中国人还不能像金融理论模型中的消费者那样，能够在众多信贷、保险、投资、养老、理财金融产品中去挑选并找到最理想的投资理财组合的话，那么，在更传统的古代、近代社会中，人们又是如何生活、如何规避一生中各种各样的风险，做好养老、病残时期的生活安排呢？金融经济理论是不是对于没有外部金融市场的传统社会的人就不适用呢？

有一点是肯定的，不管是古代还是现代，单个人生存下去的能力是很低的，天灾人祸、生老病残时你都需要其他人的帮助。所以，为了能够更顺利地活下去，也为了生命的延续，个人必须跟其他人进行跨时间、跨空间的利益交换，即人与人之间的金融交易是人类发展的必要行为。比如，原始社会时期，人靠捕获野生动物、采集野生果蔬养活自己。在那种生产方式下，个人时常会数天捕不到猎物，如果不是在部落之内人人共享狩猎采摘成果，亦即部落成员之间隐性地进行跨时间的价值交换，许多个人会很快饿死。

因此，人际金融交易是任何社会都必须进行的，只是实现人际金融交易的形式很不一样，今天我们熟悉的外部市场提供的金融证券只是其中之一。在原始社会里，部落公有制是一种实现形式。在那种安排下，个人没有自己的空间，没有自己的财产，但好处是所有劳动成果都共享，让群体活下去的可能性最大化。

在农业社会里，人际金融交易也以人格化的隐性方式实现，其交易范围缩小到家庭、家族这些血缘体系内。家庭、家族之内不分你我，养儿就是为了防老，子女即为人格化了的保险品、信贷品和养老投资品；亲戚间“礼尚往来”，就是我说的跨时间价值交换的代名词，得到一份礼就让你欠一份人情，下次回礼时你才还了那份人情。所以，那种金融交易安排下，交易头寸是以“人情”记录下来的，而不是以显性金融合约的形式记录的。

当养育子女是实现跨时间价值转移的最主要方式时，农民规避风险和养老的境况就不是由保险产品的好坏、股票的多少、基金的投资组合决定，而是由儿子的数量和质量决定，也就是传统所说的“多子多福”。“四世同堂”之所以是一种理想境界，也因为这样进行人际隐性金融交易的范围就可以尽可能地大。所以，越传统的农业社会，越会在粮食产量允许的条件下尽可能地让人口膨胀。

中世纪时期的欧洲，教会是血缘之外或者说与血缘网络并行的互助结盟组织，其结盟的基础不是血缘，而是对上帝的共同信仰。教会跟家族、宗族类似，一方面起到经济上的互助、互保作用，也就是实现成员间的跨时间利益交换，即金融交易；另一方面促进成员间的情感以及其他非物质交流，给成员提供安身立命的信仰基础。

因此，现在我们熟悉的由金融市场提供的信贷、保险、证券、基金等金融产品，并非人际跨时间、跨空间金融交换的唯一形式，只不过，它们是超越血缘、超越社团组织的非人格化的实现形式。在金融市场上，那些金融公司不管你姓什么，是谁的儿子，读过多少书，有什么意识形态，持什么政治信念，信过什么宗教，只要你具有交易信用，有支付能力，它们就会跟你做金融交易。

那么，为什么并非所有的社会都选择发展外部化、非人格化的金融市场呢？为什么在传统的中国没有出现现代证券市场呢？这又涉及人际金融交易的性质、所要求的信用支持架构。仔细思考一下，我们会发现，正因为金融交易是跨时间、跨空间的人际价值交换，是把交易双方在不同时间的收入进行互换，那么，彼此信任是交易能否成功的关键，信用和交易安全是核心。换言之，金融交易跟一般商品交易有本质差别，商品交易往往是现货，以现金交易，所以，交易双方即使素不相识，问题也不太大；但是，金融交易一般不是现货交易，而是价值的跨期支付，不能是一锤子买卖，所以，没有互信、没有保证金融契约执行的制度基础，就没有金融交易的发展。

现代股票市场、债券市场、基金市场等，是伴随着现代法治制度的出现而发展起来的。也就是说，没有支持陌生人之间交易的现代商法、合同法、证券法等方面的发展，就不会有今天我们熟悉的那些外部化了的金融证券市场；反之，金融证券交易在陌生人之间的深化过程，也带来了更多、更深层次的法治要求，促进了后者的演变。在这个意义上，人际金融交易范围的不同，对社会的文化价值体系、对正式与非正式制度的要求也会不同。

这就是为什么现代之前，几乎所有的农业社会都有立足于血缘的文化和社会秩序，传统的儒家文化也不例外。血缘关系是一种个人出生之前和出生之后都无法选择的关系，出生在哪家、谁是你的父母、谁是你的兄弟姐妹、谁是你的爷爷奶奶等等，这些都不是你能挑选的，也是你一辈子不能改变的。这种稳定和不可选择性，对于还没有外部非人格化、建立法治体系的传统社会来说，最有利于建立并维护诚信，血缘关

系的永恒就是信用。所以，从金融的视角来看，传统的“育儿防老”是一种基于血缘的跨时间、跨空间的人际利益交换安排，而“三纲五常”所规范的“名分等级”秩序则是支持这种交易体系的文化制度保障。在“三纲五常”的安排之下，社会中每个人都有其名分、等级，越位就是“犯上”，甚至朝廷法律也明文规定不孝子该杀。这种刚性秩序当然能增加“孝道”下的人际隐性金融交易的安全，父母不用担心在子女身上的投资会没有回报，兄不用担心弟的回报。因此，在传统中国社会中，人们普遍对儒家建立的这种刚性交易体系“放心”，家庭、家族内的金融交易风险小，这也是这一体系能运作2000多年的原因。

只不过，这种刚性体系过于偏重父母、兄长作为“投资者”的权利（甚至权力），压制子女、年幼者的权利。只要你出生的时间晚，哪怕只晚一点，这一辈子的地位就永远低于先于你出生的人。特别是在这样一种隐性金融交易的安排下，“养儿防老”等于把子女当成了经济工具，家庭的建立、子女养育等，都过多地受利益驱使，使利益和感情无法分离。

因此，虽然家庭、教会、金融市场都能提供人际的跨时间利益交换，这几种交易安排之间也的确有极强的替代性，但是，它们的利弊差异极大。比如，在“养儿防老”体系下，人更多的是作为投资、保险、信贷交易的载体而存在，人首先是经济工具，而人性价值、个人权利和个人自由被牺牲太多。一个人可以因“不孝”而被处死，等于在说人存在的金融工具作用，就是体现“养儿防老”，不承认超越金融交易载体的人权。

相比之下，非人格化的金融市场发展之后，压在家庭、家族之上的经济交易功能逐步从家庭、家族剥离，信贷、保险、投资功能都可由金融市场来承担。这就是为什么我说金融市场正在把中国家庭从利益交换中解放出来，让家庭的功能重点定义在情感交流、精神世界上，家应该是情感的天地，是精神上安身立命之所，而不是利益交换场。

五

开始从社会的角度理解金融、从金融的角度理解社会变迁之后，我的思想世界顿时热闹了许多，原来文化就是这样随着人类生存的需要而演变、调整的，或者说，文化价值的目的第一是使人活下去的概率最大化，第二是使个人自由最大化。也就是说，当生产能力低下、金融交易

工具不发达的时候，人们会为了生存而愿意牺牲一些个人自由。但是，一旦物质生产能力足够高、金融市场足够发达，继续牺牲个人自由、个人权利就没有必要，社会文化必然会做相应的调整，这也是中国今天的经历。

刘教授是广州一所大学的历史学教授，他研究中国历代契约的变迁史，其学问之深令我佩服。2005年，刘教授来耶鲁大学访问一年。他对我讲到他的亲身经历：2004年，他在上海的内弟小王准备结婚，要花120万元买150平方米的房子。小王和未婚妻都在金融公司工作，年收入加在一起18万元，他们手头的积蓄有30万元，还缺90万元。那90万元怎么找到呢？

一种可能当然是小王去银行做按揭贷款，如果做30年到期、年息5%的按揭，小王今后的月供大约4832元，年供不到6万元，他们当然能支付，但占小王夫妻未来年收入的1/3。

不过，小王和未婚妻不愿意做按揭贷款。他们跟父母说，如果做按揭贷款，不是让他们一结婚成家就背上月供的包袱吗？小王的父母想想，觉得也是，不能让年轻夫妻背上这么重的包袱！他的父母60岁出头，已退休，手头有60万元养老用的积蓄。就这样，小王父母拿出手头60万元的积蓄，刘教授夫妇把手头仅有的20万元积蓄贡献出来，另一位亲戚出10万元，给小王买上了150平方米的房子。

当然，刘教授讲的故事对中国人很普通，没有什么稀奇。只是这种安排改变了小王大家庭的关系和性质。

第一，刘教授现在一想起这事就恼火。作为历史学教授，他的收入不高，20万元的积蓄是他当时所有的钱。他说自己在广州的房子还不到70平方米，凭什么他要用自己所有的积蓄供他内弟买那么大的房子？所以，从那以后，提起他内弟，他首先想到的是自己过去的积蓄，而不是他跟内弟的感情有多么好。况且因为那笔钱，刘教授跟夫人的关系也变得紧张！

第二，本来，小王父母可以把自己的60万元养老钱做投资理财，若干年后自己能有钱养活自己，也能有自己的尊严。但是，现在钱都给了儿子，今后的养老就要很大程度上依靠儿子、女儿了。也就是说，不管今后跟儿媳、女婿是否处得好，都没有别的选择，只好跟他们一起住，或者靠他们供养，等着他们给钱。这样，本来可以自立养老的小王父母，今后就只能看别人的脸色养老了，不能有自己的自主生活空间，不

能想怎么花钱就怎么花了。

第三，同样糟糕的是，正因为小王这么容易就得到90万元的帮助，他无法感受到靠自己劳动养活自己的责任，那看似“免费午餐”的90万元，只会培养懒惰。

而如果小王通过按揭贷款获得90万元，表面看会给小王夫妇带来月供压力，但是，这种压力不是坏事，会迫使小王奋发向上，增强责任感。同时，这也让其父母留住养老钱，不需要看子女的脸色。另外，对刘教授夫妇来说，他们的关系就不会出现紧张，当然也不会让刘教授一想起内弟就想到自己失去的积蓄。

实际上，这两种安排，给每个人带来的自由度也截然不同。试想，小王拿了亲戚的90万元买了大房子，他们夫妻俩今后消费什么东西，亲戚自然有权过问、有权管，就像刘教授抱怨小王的房子比他的大很多一样！等小王父母更老、靠子女的钱养老时，他父母花钱也会受到儿子、儿媳、女儿、女婿的监督，花别人的钱能那么自由吗？

总之，靠血缘网络内部来互通有无，来实现人际金融交易，最终不能激励每个人奋发向上，培养的是等待“免费午餐”、搭便车的精神。比较而言，外部金融市场更能逼着每个人去自食其力，也为个人空间、个人自由的最大化提供基础。

六

小时候，父母都会教我们不能借钱花、要量入为出，还有就是要多存钱。在我们的传统文化中，借钱总是件很负面的事，透支、负债、欠钱等是一些贬义词。或许正因如此，证券类金融市场在中国历史上没有发展机会，一直受到抑制，金融学更是不能走上正堂。

其实，借贷类金融交易是帮助借方把一次性大的开支平摊到今天和未来许多年月上，不让一次性大开支把个人、企业或者国家压垮。就像小王买房要120万元，这种开支的确很大，但买下之后，不只是今天享受，未来许多年也会享受其好处，所以，通过按揭贷款把这些支付压力平摊到未来30年，不是让“享受”和“成本”在时间上更匹配吗？这本应该是一件纯经济的正常事情。

今天，借贷金融对个人、对家庭、对企业的贡献，仍然被很多人低估。但是，如果做客观分析，我们会发现借钱花也可以是好事，在某些

情况下，甚至是更好的选择。

在国家层面，过去我们总认为，国库真金白银越多的国家，就越强大；要借钱花的国家，是弱国。冲击我这种观念的是下面这段历史。如果我们把1600年左右的国家分成两组：一组是国库深藏万宝的国家，像明朝时的中国，那时国库藏银1250万两（尽管明朝当时快要灭亡了），印度国库藏金6200万块，土耳其帝国藏金1600万块，日本朝廷存金1030万块；另一组是负债累累的国家，像西班牙、英国、法国、荷兰、意大利各城邦国家。那么，从17世纪到20世纪，哪组国家发展得更好呢？当年国库金银万贯的国家，除日本于19世纪后期通过明治维新改变命运外，其他的到今天还都是发展中国家，而当时负债累累的却是今天的发达国家！

中国以及其他发展中国家今天的外汇储备又达数万亿美元，而西方发达国家依然负债累累，未来的国家发展将会呈现什么样的格局，这关键要看中国今后如何利用债券市场以及其他证券市场了。

回过头看，我们中国是这么喜欢存钱，在第一次鸦片战争之后，1842—1848年间朝廷每年的财政盈余还在1500万两银子以上，这种年年财政盈余状况一直持续到1895年。按理说，两次鸦片战争失败的教训，即使没有逼着朝廷把未来的收入借过来加快国力发展，至少也使它愿意把岁入都花掉搞发展，而不是还想着往国库存钱！到最后，晚清也像宋朝、明朝末年那样，战争开支和赔款实在太大，在历来因为不用发债融资而使中国债券市场没机会发展的情况下，朝廷无法用债券把那些大支出的压力平摊到未来。过不了支付压力这一关，清政府就只好垮台。

这些历史不断引发我对金融的兴趣和思考。为什么西方国家借债花钱不仅没垮，反而强大起来？后来我认识到，美国可能是近代最好的例子。美国虽然负债全球第一，却仍是最强大的国家，其立国之初是靠负债幸存下来。这应该跟中国各朝代的经历正好相反：中国历朝初期国库满满，但之后每况愈下，到最后财政危机终结朝代。而美国在其立国之初就负债累累，之后不断利用债券市场透支未来，而且还透支越来越多，可是其国力却越来越强。

我们一般都熟悉美国于1776年7月4日宣布脱离英国独立、1787年的制宪会议通过美国宪法这些政治史实，但未必了解金融借贷对美国历史的支柱作用。美国独立的起因当然是英国对北美殖民地的征税失控，殖民地的人必须向英国缴税，但却没权选举代表进入英国议会，去参

政、议政、立法。这一背景很重要，因为这决定了美国独立战争以及之后政府的开支不能靠大规模加税来弥补：如果新成立的政府也要加税，为什么还要独立呢？所以，各届大陆会议只能靠多印纸币、借债来找到财务支持。但是，那时既没有联邦政府，更没有收税机构，“大陆币”、战争债难有市场，在1776—1787年间不断出现的债务困难，几次都差点让独立运动破产，迫使北美重回英国的怀抱！

稍微细看，我们知道，从1763年开始，英王乔治三世通过一系列法案加强了对北美殖民地的控制，加大征税，由此激发了殖民地的反抗，导致诸如1773年“波士顿倾茶事件”、1775年列克星敦枪声等关键性事件，使得北美对英国的敌意一发不可收拾。1775年6月15日，第二届大陆会议选举华盛顿为大陆军总司令，正式与英军开战。

1776年3月17日，为了避免战争对波士顿造成的伤害，华盛顿请求把战场转移到纽约。英军接受请求，转移战场。当第二届大陆会议于7月4日宣布美国独立时，华盛顿正在纽约曼哈顿南端，其军队士气得到了及时的鼓舞。那时，英国皇家海军正在结集100多艘战船、3万多正规军，集中攻打守在曼哈顿几乎没有受过正规训练的1万大陆军，而且大陆军也没有任何战船。8月27日，皇家海军轻而易举地夺下长岛，大陆军惨败。之后，华盛顿采用边退边打的游击战法，跟英军开始了拖延战术。

实际上，刚刚宣布独立的美国，更大的挑战不在战场上，而是在经费的来源上。起初，第一届大陆会议考虑过在各州征税，但因上面讲到的原因很快被否决。独立战争开支主要有以下几个来源：第一，由政府发行“大陆币”，1775—1780年共印了37次“大陆币”；第二，由大陆会议政府发行债券，1775年发行首批公债用于购买军火；第三，13个州（殖民地）的份子贡献，由各州自己发行战争债提供；第四，从法国借来的贷款；第五，给士兵、供货商写欠条。

但在1780年底，政府债已经没人买了；各州也弹尽粮绝，不愿再发债奉献了；大多数士兵的服役期到年底就结束，不愿再收欠条作军饷；眼看大陆军就要失败，几乎没有人再愿意接受“大陆币”。

就在独立运动要夭折之际，华盛顿派助理前往法国，成功说服法国国王再借给美国250万法国金币。法国贷款没到之前，后来成为美国第一任财政部长的亚历山大·汉密尔顿先将其做抵押，立即通过再贷款得到救命钱，让大陆军维持到次年9月。最终，在法国海军的支持下，大陆军于1781年9月在南方港口城市约克镇打赢关键一战，从此扭转独立战

争的局面，迫使英国于1783年9月签署《巴黎条约》，承认美国独立。一个年轻国家就这样靠举债幸存下来。

1783年独立战争正式结束了，但是，建国的挑战才刚刚开始。如果说今天的全球金融危机是因美国联邦政府、地方政府、企业、家庭写“借条”太多，因债务泛滥而产生的，那么，1783年时的美国货币、“借条”、债券种类并没少多少，仅各类战争债、州政府债、社区债所用到的支付货币就五花八门，诸如“老大陆币”“新大陆币”、墨西哥银圆、西班牙银圆、英镑，有的债券干脆就没注明以什么货币支付。整个金融市场一片混乱，许多债券的价格不到其面值的10%，基本无人问津，商品市场也没有秩序。这种乱局严重影响人们对美国前景的信心，挑战新共和国的命运。

1790年1月，年仅33岁的财政部长亚历山大·汉密尔顿向国会递交了一份债务重组计划，宣布在1788年宪法通过之前美国发行的所有债务，包括联邦与地方政府发的各种战争债、独立战争中军队签的各类借条，全部按原条款由联邦政府全额兑现。为了兑现承诺，联邦政府发行了三只新债券，前两只债券年息6%（一只于1791年1月开始付息，另一只到1801年才付息），第三只债券只付年息3%。换言之，由这三只可以自由交易的债券取代原来五花八门的战争债，大大简化了新国家的债务局面。

今天看，汉密尔顿的债务重组举措，好像只是一种简单的债务证券化运作，但是，他的天才创新在于，这三只债券埋下了纽约证券交易所，也就是“华尔街”的种子，因为这些债券从1790年10月上市交易后，加上次年由汉密尔顿推出的“美国银行”股票，立即将市场的力量聚焦在这四只债券上，强化了价格发现机制，提升了流动性，集中展现了市场活力。从此，美国资本市场一发不可收拾，为之后的工业革命、科技创新效劳。

美国金融之父汉密尔顿的创举意义在于，他让这三只债券成为反映美国未来前景的晴雨表，债券价格就是市场对美国未来的定价。汉密尔顿兑现过去所有战争债的承诺，振奋了市场对美国未来的信心，这些债券价格随即猛涨，为更多的政府融资广开财路！

债券市场先于其他证券市场发展，而债券市场又起源于战争融资需要，早期英国以及其他西欧国家是这样，后来的美国还是这样。

那么，从美国的经历中，我们或许可以理解为什么230年前负债累

累的美国以及400年前债务压身的西欧国家，反而在那之后胜过当时国库满满的中国、印度。我的感悟包括以下两方面。

第一，国库钱越多、朝廷银库越满，国王、皇帝专制基础越牢固，因为他们不需要靠老百姓的钱养着；相反，越是朝廷欠债累累的国家，其国王、政府就必然要依赖老百姓缴税，有求于百姓，这最终能制约国王的权力、促进民主与规则的发展。如哈佛大学教授理查德·派普斯（Richard Pipes）在《财富与自由》（*Property and Freedom*）中说，之所以民主法治能在英国兴起，就是因为在英国皇室把土地权逐步卖掉之后，国王不得不每年与掌握征税权的议会交涉。就像在当初的美国一样，一旦国家负债累累，而老百姓又不得不缴税的时候，连那些本来不关心政治的公民也不得不关心政府的权力和自己的权利，缴税是提醒公民权利、感受政府权力的最具体方式。无须征税也能自己富有的君主或者政府，其制度必会走向专制。

第二，就如当年美国三只国债一样，这些国债的存在与交易给市场提供了评估其政府政策与制度优劣的具体工具，通过国债价格的上涨与下跌，立即反映出市场对国家未来的定价。只要国家的负债足够高、只要继续发债的需要还在，国债价格的下跌必然逼着政府对其政策或法律做出修正。公民投票是民主制度的重要形式，但投票无法天天进行，而证券市场对国家的监督、评估、定价却是每时每刻的。美国和英国是如此兴起的，其他西欧国家的经历要么也如此，要么就被金融市场教训。

负债累累的政府是一个权力难以扩张的政府，因为负债后，一方面政府就得面对债券市场，另一方面就得征税，就得面对纳税人。或许，负债、债券市场、征税、纳税人，这些也都是民主宪政的砖瓦。金融不仅能帮助一个国家分摊一时的支付压力，还能促进制度的良性发展。

七

回头看，对金融的认识、理解，我花了20余年时间。1986—2001年间的数理金融理论训练和研究，给了我分析人、社会、经济的科学方法和基本框架，让我认识到人生一辈子效用函数的最大化是人的行为的终极目的，而达到这一目的的手段和工具在不同时期、不同社会是不一样的。这一分析框架或许就是一把钥匙，帮助我认识社会、文化、历史还有其他，包括反思和审视我们习以为常的许多观念，也包括再思考企业和国家的治理战略。

本书汇集的正是这些年反思、审视、研究、讨论的结果。

第一篇

资本化的逻辑

第1章

中国的钱为什么这么多[1]

“流动性过剩”“钱太多”，是前些年的时髦话题。实际上，在全球范围内，中东石油“钱”、俄罗斯与加拿大自然资源“钱”、美国高科技“钱”……到处是“钱”；至于开放式基金、对冲基金、私人股权基金，众多基金公司都管理着几百亿、几千亿美元；中国工商银行上市之时不费吹灰之力就融资219亿美元，在中国，“钱”更是多得不得了。如果按广义货币与GDP之比来衡量，那么，1980年中国的广义“钱”量只是GDP的22%，相对于每一元钱的GDP只有0.22元在流通。从那以后，随着市场化改革的深入，中国经济的“钱”化程度直线上升，到2003年达到新高，流通的“钱”量是GDP的1.9倍，相对于每一元钱的GDP产出差不多有2元钱在流通，社会上的确到处是钱！

从表面看，今天世界的钱似乎太多了，有一种非理性繁荣，很多国家的货币供应水平是历史上少有的。就以2006年为例，日本的广义货币相当于GDP的140%，美国的广义货币相当于GDP的50%。

不过，单纯从货币供应占GDP的比率还不能判断“钱”是太多了还是太少了，关键要看通货膨胀率的高低。如果通货膨胀不是问题，货币供应、资本供应再多也没问题，这就是现在各国中央银行都以通货膨胀率为货币政策衡量标准的原因。虽然各国货币供应多，但目前主要国家的通货膨胀率却都在2%～3%之间，这说明货币供应多也有它的道理。

可是，这么说并没有从根本上解释为什么中国的钱多、世界的流动性过剩不是问题。为什么钱多、资本多而通货却不膨胀呢？跟以往的历史时期比，今天的世界到底是怎么回事？是不是已经有一种全球金融大泡沫，而且会像一些人预测的那样不久要破灭？这些的确是新时代的新现象，我们不妨借这种难得的历史时期，来重新审视资本的奥秘，以看清当今经济的根本特征。以往，我们更关注过去200年工业革命对人类社会的影响，却忽视了发生于过去150年的金融革命。不认识这场金融革命，就难以认清资本的奥秘，当然也就不能深入理解美国经济的本质以及正在中国发生的经济与社会变革。

钱、资本和财富

我们先要回答一个问题：什么是钱、资本、财富？简单讲，“钱”主要是一个货币的概念，流动性最好，可直接用于交换，并同时又是市场交换的结果，是具有最普遍接受性的价值载体。钱既可以是纸币，也可以为东西，比如金银、丝绸，只要大家都认就行。资本也是活的价值，尽管其“活”性比钱低，但它是能够生产价值的价值。而财富既包括流动性的价值，也包括不流动的价值，即死的有价物，一般的财富并不一定能产生财富。从契约理论的角度讲，财富往往是物，是“东西”，货币是把“东西”卖掉之后的价值载体，而资本更多的是“东西”的“产权证”，是广义的货币，是与具体的“东西”相对应的产权。

最能区分这三者的“东西”要算土地。土地是财富，但它不一定是资本，更不一定是钱。首先，土地必须能买卖交易，否则它既不是钱，也不能转换成资本。如果土地不能被买卖，那么土地自身顶多是财富，不是资本，也不能变成钱，更生不了多少钱。如果土地是私有的，可以自由买卖，那么土地与钱之间只有一次交易相隔，土地就能随时变成钱。当然，私有土地要想以出售之外的其他形式转换成资本，还必须有可靠的产权保护制度和契约权益保护制度，这样，土地即使不被卖掉，也可以被抵押转换成资本。这时，土地的产权证就最重要，产权证的流动性使土地权成为资本，以资本的形式让土地所承载的财富赚更多的钱。

另一个典型的例子是未来收入。比如，个人的未来收入是财富，但是如果没有金融工具把未来收入做票据化、证券化变现，那也顶多是可以感觉到但不能花的财富，也不是资本。通过将部分未来收入以产权证（抵押）形式流动起来，未来收入流也能成为资本。

财富不一定能一下子变成钱，财富的范围比资本大，资本比钱的范围大。问题是：什么决定财富、资本与钱之间的距离呢？一个国家对“东西”、对未来收入流进行资本化的能力，也就是市场、契约与产权制度，决定了这三者间的距离。从根本上讲，货币是将“财富”卖掉的所得，资本是以产权契约、金融票据、证券契约等形式将“财富”资本化的所得，是资产和未来收入流的“产权证”。只不过，通过这些“产权证”，把本来就已存在但是“死”的“东西”和未来收入流变活了。在这个意义上，只要金融票据、证券、货币是相对于实在的价值而发行的，金融化在增加价值载体的流通性的同时，本身并不必然导致通货膨胀或经济危机。

市场化改革让中国的钱多了

在2007年的一次交谈中，《纽约时报》驻上海的记者说，中国今天似乎充满了互相矛盾的现象，让人难以理出头绪：一方面，许多钱被浪费了，比如被形象工程烧掉，或通过国有银行持续向不断亏损的企业输血；另一方面，在上海、浙江、江苏、北京等许多地方，你能处处感受到那种日夜不息的创业干劲，谁都在谈生意、做投资赚钱。而且，现在中国人的钱的确很多，买房有钱，投资有钱，到境外旅游有钱，买奢侈品、买高档车有钱。这到底是怎么回事？中国这种增长到底能持续多久？是什么让中国经济能持续增长这么多年？

这位朋友做记者许多年，在中国工作两年有余，碰到、看到、听到的事当然很多，但中国的事让他对这个社会、对今天的世界一天比一天更着迷：中国靠什么来激发活力？这些年中国的“钱”为什么这么多？

中国这些年的经历可以从许多方面去理解，如果简单点讲，是由于“改革开放”；如果从更深的层面，我们可以从“钱化”和“资本化”的角度来理解中国这些年的经历。改革开放大致可分成两个阶段：第一阶段是从1978年至20世纪90年代中期，其核心是给老百姓买卖东西的自由，让他们有选择生产什么、到哪里卖、如何卖的自由，给劳动力市场与创业市场自由，那是从计划到市场的“市场化”或说“钱化”阶段。第二阶段从20世纪90年代中期开始，特别是1998年之后至现在，可以概括为“资本化”时期，就是让企业资产（包括有形资产和未来收入流）、土地和各类自然资源、劳动者未来收入流，都可通过产权化、证券化或者金融票据化转变成流通的金融资本。一个国家可以卖的东西越多，或者已经资本化或能够被资本化的资产和未来收入流越多，它的“钱”自然就越多。

当然，市场化使中国“钱”多，这好理解。在计划经济时期，人们普遍没钱。而之所以没钱，并非完全由于没有东西，而是由于那时的市场化水平极低，几乎没有东西可以通过市场换成钱，也没有什么出口贸易，经济被“钱”化得太少。所以，那时候张三可以有东西、有一双手，也有许多时间，但他没有钱。“文革”时期，在农村，人们出外旅行时，都得带上一袋大米、菜，以及被子、席子等，而不能带钱。也就是说，那时候要东西有，但要钱没有。我们不妨想象一下，如果出外旅行要靠自己带干粮、被褥，则旅行在外的时间不可能太久、走的距离不能太远，能够跨地区运输的货物也必然有限。因此，“钱”化程度低的社会自

然是人口流动少、跨地区贸易有限的社会。

1978年后的市场化改革，使几乎所有的东西都可以在市场上交易，各类农产品、制造品、劳动力、房产等都可交易，市场的交易自由度在逐年上升。不管是国内贸易、出口贸易，还是简单的日常市场交易，这些都需要货币支付。对“钱”的需求上升了，“钱”的供应必然要上去。因此，在“东西”产出相同的情况下，市场化程度升高，货币相对于GDP的比例必然会升高。与此同时，外贸出口在逐年猛增，这本身就加快了中国资源和劳动力的变现规模和速度，必然使中国“钱”多。

不过，“钱”多的原因还不止这些。一方面，货币化的上升催化人口流动、催化跨区域贸易。也就是说，如果市场很发达、“钱”的供应不稀缺，张三出差之前可先把自己产的粮食、蔬菜、家禽等在本地市场卖掉，换成钱，然后带着钱而不是东西出差，每到一家餐馆、酒店，用现金支付即可。到今天，人们连现钞都不用带，信用卡更方便，远道旅行就容易多了。因此，货币化发展对人口流动、异地贸易是一种根本性的催化剂。许多人会说，虽然货币化带来方便，可是各地市场物价差别很大，张三家乡的大米、蔬菜、肉食比外地更便宜，所以，权衡之下，还是自带食物、被褥合算。这当然有道理，但这恰恰说明市场化的重要性，如果市场化发展到位，如果跨地区的商业运作畅通无阻，那么，到最后，各地的物价虽然会因为运输成本还有差别，但那种价差会低于异地运输成本。在这种情况下，张三当然会选择先将东西换成钱，带钱出差。从某种意义上讲，只要有人还选择带粮菜出差，那说明市场化程度还有待加深。

另一方面，人口流动的增加、异地贸易的上升也反过来增加对“钱”的需求，又刺激中国经济货币化水平的提升。当一个村、一个镇、一个社会的人不远游、不外出的时候，他们对“钱”的需要会很少，金融在经济中的分量会很低。可是，一旦远游盛行，一旦异地就业日益普遍，金融在经济中的地位会越来越高，“钱”相对于经济产出的比例就越高。换句话说，即使人均收入没有上升，人口流动及异地就业的逐年增加也会让货币供应量增加，更何况GDP在快速增长呢。这种因真实需要而增加的货币供应，当然不太可能带来通货膨胀。

城市化和工业化是社会“钱化”的另一个催化剂。1800年时，美国95%的人口生活在农场中，过着自给自足的生活，由于吃住都靠自己的农场，许多农民连续数周见不着一分钱，也用不着钱，最多与邻村农民以货易货就够了。那时，全美国的货币供应才2800万美元，农业经济不

需要“钱”，反过来说，农业经济也就没“钱”。19世纪的工业革命在城市创造了众多更高收入的就业机会，美国人逐渐离开农场进入城市，靠领薪水过日子。这时，人们的吃住行都要靠“钱”买，对货币的需求因非农的发展、因城市化而自然猛增，到1900年美国基础货币供应量升至24亿美元。到2006年，美国经济已经以服务业为主，农业占GDP的比重还不到2%，服务业在GDP中的份额超过80%，对“钱”的需求自不必说。2006年基础货币供应量高达1.3万亿美元，比1900年上了许多层楼！

中国的城市化和工业化也在过去几十年飞速发展。1978年中国的城市人口占16%，到2004年超过40%的人生活在城镇；1978年时，农业占中国GDP的41.3%，到2002年则只占14.5%。就像美国社会的经历一样，工业和服务业的发展以及城市化当然也使中国社会的货币化程度上升。“什么都需要钱”不是一种价值判断，也不表明中国人变得更自私、更自利了，而是工业化与城市化大背景下生活方式、工作性质的必需。农村人的温饱可以通过自己的双手、不用现金就能实现，而城市人连基本温饱都要用钱买。所以，因工业化和城市化而增加的货币供应不是在制造虚假繁荣，由产业结构调整而增加的货币供应也自有其道理。

“资本化”带来经济增长

市场化改革只是缩短了“财富”跟“钱”之间的距离，而“资本化”改革则是过去十几年中国“钱”越来越多的更重要的原因。也就是说，第二阶段改革的直接效果是将以下四大类“财富”转换成“资本”，使中国的金融资本大增：第一是企业财产和未来收入流，第二是土地和自然资源，第三是个人和家庭的未来劳动收入，第四是政府未来财政收入——这四类财富是任何国家的核心资本源。但并不是所有国家都能把这些资产、未来收入流转变成资本，能这样做的前提条件是这些资本源的产权被明确界定、能被买卖，最好能以产权契约的形式自由买卖。

前面谈到，1978年时，企业基本是国有或集体所有，它们的资产和未来收入流当然也不可以买卖，更何况这些产权也没被清楚地界定过。那时老百姓的未来劳动收入流是否能被“资本化”呢？当然不可能。当时的老百姓换工作、结婚都要领导批准，个人的未来劳动收入不可能被金融票据化。所以，改革开放前的中国是一个有财富但没有资本的社会。

虽然在第一阶段改革中商品交易自由、劳动力交易自由在中国慢慢恢复，人们可以选择辞职换工作，也可以选择以自我创业的形式使用自

己的劳动力，但还不等于有资源资本化、企业资本化、收入流资本化、人力资本化了。正如前面所说，在财富、资产、未来收入能资本化之前，它们首先必须被产权化，产权的范围和归属要清晰，而且这些产权必须可以通过票据化形式自由交易、流通起来，才能变成资本。

我们首先看第一个资本源——企业财产和未来收入流。从20世纪80年代末开始，股份制企业形式开始恢复。在一片争论中，股票市场于1990年推出。对此后的资本化改革来说，当时围绕股份制和产权的讨论是非常基础性的铺垫工作，没有那些讨论，就没有后来资本化改革所需要的认知储备和法律制度上的深化。

从20世纪90年代初到现在，一方面是部分国有企业不断民营化，私有经济不断发展；另一方面是股市也在发展，包括境内股市和境外股市。这两方面的发展大大强化了中国经济资本化的能力。本文成文之际，A股市值达到17万亿元，境外上市公司市值近1.5万亿美元，超过11万亿元人民币，境内外股市共为中国经济提供了超过28万亿元人民币的资本。上市后的公司股票本身就是新的资本供给，新资本供给量等于股票价格。

这28万亿元的金融资本代表什么呢？其中一部分是这些公司有形资产的价值，比如厂房、设备等，相当于公司的账面值或说净资产，反映公司过去的投入，但这只是公司市值很小的一部分，更大部分是公司未来收入的折现，是对未来收入的资本化。以此前曾风光一时的无锡尚德为例，它2009年的市值是53亿美元，但其净资产只有6.6亿美元，是公司总市值的1/8，所以，有46.4亿美元是无锡尚德未来收益的贴现值。如果没有股市这种未来收入折现机器，这46.4亿美元的资本供给是没有的。再比如，中国银行当时A股价格是每股净资产的3.8倍，其中2.8倍是未来收入预期的贴现，因此中国银行近3/4的市值是未来收入资本化的结果！

如果没有股市这种未来收入折现机器，这些公司的未来收入流再多，整个大环境也不见得有多少金融资本。比如，在20世纪80年代中国还没有股市，中国企业也不少，只是不能在境内或到境外上市，所以中国当时没有能力将未来收入流转化成资本，中国就很缺资本，只好靠引进外资。

除股市之外，各类企业债也是将企业未来收入流进行证券资本化的方式，可惜中国企业债市场规模还很小。当然，企业的短期银行贷款和商业票据也是对企业未来收入的资本化，只是期限往往较短，资本属性

相对较低。

第二个资本源是土地、自然资源和房地产。

在1998年住房市场化之前，由于住房基本属于单位，不能交易，这块财富数额虽然巨大，但也是死的。从1998年开始，土地以两种方式在资本化。

其一，各地政府每年将部分土地出售，供房地产开发或者工业建设，这是土地的直接货币化，但还不是资本化。按北京大学平新乔教授的估算，仅2004年，全国地方政府大约有6150亿元的土地财政收入。土地使用权由政府出售之后，这种使用权在二级市场上可以交易，让使用权证具备了资本的属性，而且是相对独立于土地之外的资本，全社会的资本供给也因此增加。换言之，那些土地照样存在、不会跑掉，但其使用权作为可交易的契约具有单独的资本价值。

其二，房地产商品化带出的不只是住房交易这种实物市场，而且在住房私有并可交易的情况下，房产又可拿来做抵押借贷，通过住房按揭贷款，将房产所占用的土地、房子本身的资产以及业主自己的未来劳动收入进行金融资本化。也就是说，虽然住房按揭贷款的质押物是房屋，但真正用来做支付保障的不是房屋，而是买主的未来工资收入。所以，住房按揭贷款体现的主要是买主未来劳动收入的资本价值，而这种资本化也是在土地使用权私有、房地产市场化之后才有的事。

因此，从本质上看，1998年的房地产改革是一个具有划时代意义的转折点，为中国的土地、资源以及老百姓未来劳动收入的资本化打开了大门。1997年时的住房按揭贷款余额是190亿元，2006年底升到2.2万亿元，也就是说，所有住房按揭贷款票据所代表的资本总值为2.2万亿元，这是许多家庭未来收入流的折现值。所以，那次改革为今天提供了至少2.2万亿元的金融资本，如果没有住房按揭贷款，人们未来的收入照样会有，但却无法变成今天的资本了。

第三个资本源是个人的未来收入流。虽然住房按揭贷款已将劳动者的部分未来收入资本化，但那只是一小部分，2.2万亿元的住房按揭贷款只是当时中国GDP的11%，而美国2008年近13万亿美元按揭贷款是其GDP的100%，所以中国的个人收入资本化空间还很大。汽车信贷、信用卡借贷、学生信贷等都可看成是将个人未来收入流提前资本化的金融契约，这些工具当然也会增加中国的资本供应。

美国财富的增长逻辑

中国这些年所经历的转型与变革从许多方面给我们难得的学习机会。原来，一个社会可以有很多“东西”收入，但并不一定有“钱”；只有在充分市场化、交易充分自由的规则下，“东西”才能更可靠地转换成“钱”，才能“钱化”。同样，一个社会可以有很多资源与“资产”、很多未来收入，但它可能没有金融资本，只能靠从资本化能力强的国家引进外资；只有在产权明晰、产权与契约权利保护可靠的情况下，人们才会认可金融票据、证券等权证的价值，未来收入与资产才可以被资本化。资本化的效果是加快资源的配置速度，降低配置成本，提升配置效率。

从许多方面看，中国过去所经历的金融化发展基本也是美国过去150年的缩影。正如前面所说，1800年以农业为主的美国，其经济的金融化水平极低，货币供应才2800万美元，是工业革命和城市化使美国经济的金融化程度猛增。除美国经济货币化的变迁历程之外，更启发人的是美国经济资本化发展的故事。虽然证券市场在18世纪末就出现在美国，但金融市场的大发展却是1860年后的事情。到1900年时，美国各类证券与金融票据（包括银行存款单、债券、股票、保险、基金等）的总价值是640亿美元，相当于当时GDP的3.2倍，也就是说，相对于1美元的GDP，有3.2美元的金融票据与证券在流通。1945年，各类金融票据和证券的总值为1万亿美元，是GDP的4.6倍；1970年，总值升到4.8万亿美元，是GDP的4.6倍；1980年，总值达到14万亿美元，是GDP的5倍；2006年，总值达到129万亿美元，是GDP的9.7倍。这129万亿美元中，股票市场占21万亿美元，债券占28万亿美元，住房按揭贷款占11万亿美元，消费者贷款占2.5万亿美元，这些都是对资产和未来收入流资本化的结果。

美国社会的高度金融化带来的是前所未有的金融资本供给，有了这么多流通起来的金融资本，科技创新、对外投资、个人创业所需要的资本当然不成问题。美国经济的“钱化”和资本化能力也让其自然成为全球金融中心，其金融业以及相关行业增加值占GDP的份额超过35%。资本化的结果就是使美国的财富能够以比其他国家快得多的速度创造更多新的财富。

哪个国家都有土地，有资源，也有各种未来收入流，但并不是所有国家都能将这些财富转变成资本，许多国家甚至都不知道将这些资产与收入流资本化的意义。其实，美国经济跟其他国家的差别不在别的方

面，就在于它有着让任何资产、任何未来收入流都能提前变现的证券化、资本化体系。一般的看法是把过去200年美国经济的奇迹归功于工业革命和科技创新，忽视金融技术对美国经济的根本性贡献。可是，如果离开美国式的金融资本模式，我们真的不容易理解为什么美国的创新、创业能量这么大。此外，虽然资本化会大大增加流动性、增加“钱”的供应量，却不一定会带来通货膨胀。因为股票、债券、按揭贷款等产权型金融资本都与具体的资产或未来收入流相对应，不是凭空发行。这和一般的货币金融有明显的差别，政府的信用货币更容易被滥发，也就更容易导致通货膨胀。换言之，如果金融资本的发行是市场行为，受市场制约，滥发空间就会比较小。所以，今天由资本市场带来的流动性“过剩”跟传统经济中货币发行过剩，是两个不同的概念，这就是为什么今天全球资本供应的确很多，但物价却并不一定飞涨。

对于有钱的理解，中美也存在明显差异。以前，当中国人说“张三有钱”，意思是“张三过去赚了很多钱，并还剩下许多”，是一个“过去”的概念。但在美国，人们说“盖茨有钱”，这不仅包括他过去收入积累的总和，还包括盖茨未来各种收入的折现值，是一个“过去”加“未来”的概念。也就是说，盖茨500亿美元财富的大部分是未来收入的折现值，更确切地说，是微软未来收入的折现值的一部分。因此，当中国人的“钱”指的只是过去的收入，而美国人的“钱”包括过去加未来的收入，那么，即使中国人和美国人的过去与未来的收入完全一样，中国还是需要从美国引进资本。之所以如此，关键在于美国有着相对健全的证券、票据交易的制度架构和金融中介体系，是资本化体系改变了“钱”的含义。这就是资本化的奥秘。

中国也在加速资本化的运作，在GDP增长的同时，也在利用资本化机器给中国社会创造大量的金融资本，让其发挥积极作用。在政府、企业和个人将未来收入流通过资本化变现的能力增强之后，“钱”的含义在中国也在改变，今天中国人可以花的“钱”也包括过去剩余的收入加部分未来收入的折现值，结果是中国的钱也越来越多。

中国已尝到资本化的好处，但总体资本化水平还很低，空间还很大，还可以为中国经济增长提供许多年的金融资本。只是，资本化的过程还受很多因素限制。如果想要最大限度地产生出资本，产权保护、契约权利保护等法治架构还必须完善。

资本化是中国经济未来增长的主要推动力

讲到最后，我们可再把中国和美国在1978年时的境况做简单对比，以此来理解中国改革开放的经历。

1978年时，美国的企业资产与收入流、土地与资源、老百姓未来收入流不仅都是私有的并能自由交易，而且相当一部分已证券化、金融化成资本，所以，这些年美国能做的资本化空间越来越小。

相比之下，1978年时中国还处于计划经济状态，生产资料市场交易有很多限制，资本化也几乎没有。所以，在1978年之后，即使不算外资的进入，中国政府每年只要让部分国企民营化并把它们未来的收入证券化，或者出售部分国有土地的使用权并让土地使用权自由交易，或者通过住房按揭贷款、消费信贷、信用卡等让老百姓将部分未来收入资本化，每年做这三类资本化运作中的一个或两个，即可给中国提供大量的资本，即可让中国的“钱”多很多。这也就是对中国过去十几年经济增长的资本化解释。

当然，如果换个角度看，也可以说，此前的制度抑制了大量资本，机会成本大得无法估算。过去的资本化改革已为中国的经济增长提供了关键性的推动力，未来的持续增长还要靠更多资产、更多收入流的资本化，进一步的资本化能够给内需增长提供动力，让个人创业、创新获得所需要的资本支持。

---

[1] 本文主要内容刊于《经济观察报》，2007年6月19日。部分内容来源于作者2007年4月16日发表于《证券市场周刊》上的《中国的钱为什么这么多》，有改动。

第2章

为什么钱多了并不一定感到富有[1]

中国正在经历的转型总是一个说不完的话题，因为正在发生的事情太多、太广，也太快，对于有兴趣研究人、研究社会的学者来说，这是个千载难逢的研究机会。还是以我们在前面谈到的“中国的钱为什么这么多”这个话题为例，我们看到，商品交换的日益市场化、经济活动的进一步“钱化”、财富和未来收入的快速资本化，这些都使中国的“钱”和金融资本越来越多。

但是，除此之外，正在进行的社会结构与文化转型也在给中国带来很多“钱”。具体讲，就是原来通过亲情关系、友情关系实现的许多隐性经济交易和隐性保险信贷投资交易，都逐步被显性的市场交易取而代之，被直接“钱化”、金融证券化了，其结果必然使中国的“钱”和收入大大增加，当然同时也对金融业的发展提出挑战。原来由亲情、友情实现的互助互惠式隐性金融交易被“钱化”之后，如果替代性的显性金融保险、信贷、养老、投资产品无法跟上，中国人在钱多的同时，可能反而对未来更感到不安。这不仅使中国的内需无法增长，使中国经济增长继续依赖出口，也让中国人的幸福感下降。

靠亲情实现的隐性金融交易逐渐由市场取代

人类自古就难以以个体独自生存，人际经济交易、感情交换历来是人类得以存活的主要保障形式，必须通过彼此利益交换，特别是在不同时间、空间之间的人际利益交换来使我们的生存概率最大化，来让我们对未来的生活（包括养老）有安全感。但是，人际交易，尤其是跨时间或空间的人际交易必须以相互信任为前提，否则，交易的不安全性使我们即使有需要，也不会去跟他人做不同时空的价值交换，不会去互相保险、互相借贷、互相养老、互相投资。

在市场规则、信用交易保障体系均不发达的社会里，人们主要依靠以血缘建立的家庭、家族为跨时空利益交易的场地，或者说家庭、家族就是隐性的内部金融市场。在传统中国的社会里，血缘是这些家族、亲

属内部利益交换的信用基础，而“三纲五常”的名分等级秩序便是信用交易的具体文化制度保障。“孝道”文化是这种个人未来生活安全保障体系的另称。

“养儿防老”，亲戚间礼尚往来，生老病死时的相互帮助，这些都是保险、养老、信贷、投资等的具体实现形式，“血浓于水”的信念是用以强化这种体系的信用基础的文化价值。这些当然都是不能被称作“利益交换”的跨时空经济交易活动，是只能做但不能这样说的经济活动，因此，这些经济交易所创造的价值从来不能以货币单位来计算，没有被“钱化”，自然没有计入GDP之中。家庭、家族之内的经济交易或者说“互相帮助”“互相照顾”再多，这种价值交换由于没以钱来核算，人们自然不会感到“钱多”。

不过，随着中国社会结构的转型、文化价值观的变化，原来靠血缘、亲情实现的隐性金融交易正在由金融市场以显性金融交易的形式取而代之。原因有几个方面：第一，人口流动大大增加，例如在江西出生但到北京、上海、广州生活的人口比例越来越高，人口流动起来后，由血缘、家族提供的经济保障和养老互助功能越来越不可靠，正式的金融交易产品必须取而代之；第二，多年来所执行的独生子女政策也使单纯的家庭、家族养老互助体系无法持续下去，特别是人均寿命的上升，使年轻的夫妻很普遍要负责上两代12位老人的生活，因此，以血缘为基础的保障体系的效果越来越低；第三，在文化价值观上，中国人越来越追求个人自由和经济独立，把未来的生活保障尽量掌握在自己的手里，通过各种金融产品的组合安排把未来各类经济需要事先设定好，以此最大限度地实现经济上的独立。

越来越多的中国人开始依赖金融市场，而不是只依赖家庭、家族达到保障未来生活的目的。这当然也使中国的金融市场交易额大大增加，“钱”自然也多了。

就以中国的保险业为例，寿险、财产险、人身险、意外事故险、健康险等各类保费的总额，在2006年底为2万亿元，到2007年5月底大约是2.5万亿元，5个月增长25%。也就是说，如果是在传统中国社会里，这些保险品种都会以人格化的形式在家庭、家族以及朋友网络间隐性地实现。这2.5万亿元金融资产也不会在中国经济中出现，全社会的金融资本供给量就会少2.5万亿元，保险公司的收入和从业者的收入也不会有，中国的“钱”量当然也会少许多。换言之，正是由于这些保险功能已逐步走出血缘、走出友情，由保险行业取代，中国的金融资产多了2.5万亿

元，中国的货币收入也因此增加了许多。

信贷行业、养老行业、基金行业、证券行业的增长，也部分得益于传统家庭、家族实现的隐性金融交易正在被逐步显性化。也正由于这些经济利益交易功能会进一步走出血缘网络，中国的各类金融业今后必然会更快发展。与此同时，“钱”的供应量就必然要更快增加，今后的“钱”只会更多。

靠友情实现的交易越来越由市场取代

在血缘关系之外，朋友网络是另一个能为信用交易提供支持的基础架构，这也是一种相当人格化的小范围利益交易体系。以前，当张三要搬家或者因外出要带大件行李时，他可能要找朋友帮忙，朋友往往会一叫就到，也不会要求报酬，自然不会用钱支付。但是，朋友之间有一个隐性的共识或默契，那就是在这次来帮忙的朋友需要搬家或者外出时，张三也必须随叫随到。

同样的道理，张三生病发烧不能起床时，他的可靠朋友会带他去医院；但是等他的朋友生病时，他也必须提供帮助。张三如果一时缺钱，朋友可能会帮忙，但当朋友有类似需要时，张三也必须以类似帮助去回报。

以上所举的友情帮助表面上看不是经济交易，而是友情，但实际上都是隐性的跨时空利益交换，具备投资、保险或信贷的经济功能。市场越不发达的社会，这些隐性利益交换会越普遍，靠亲情、友情来进行跨时空的利益交易是传统社会的普遍特征。这些交易不要钱，却是典型的经济交易，也因此使传统社会“钱少”。

到今天的中国，许多这类交易也被市场交易显性化了，被“钱化”了。比如，中国现在有许多搬家公司，张三搬家不必找朋友，而是更愿意花钱找搬家公司；暂时缺钱或者要购房时，可以找信贷机构；去火车站或机场时，不必找朋友送，而是找出租车；外出旅行时，不必找朋友家住，而是更自在地住在酒店。“在外靠朋友”原来是市场不发达的结果！

这样一来，我们中国人以前很多在友情名义下所从事的“经济活动”，今天正在被一一市场化，许多原来没有收入意义的友情“经济活动”今天以“钱”结算了，直接对每个人的收入有贡献了，个人的收入都会

因此而增加，个人“钱多了”。在国家层面，为支持市场化程度的上升，货币供给量也必须增加，这就很容易产生表面上的“流动性泛滥”的境况。

在这里，我们必须认识到，这种过去是隐性的经济活动今天被“钱化”之后，每个人的“钱”收入当然会增加，但这种新增的收入只是表面的，并不一定是真实的收入增加，因为这类收入和投资原来就有，只是没有被“钱化”而已，是隐性的。今天在市场化发展深化之后，这些经济活动被市场取代了，同样的经济交易被显性化了。这就是为什么许多人在钱包鼓起来的同时，却并不一定感到更富有，原因在于市场化发展后“什么都要钱了”。

金融市场必须加快发展

在原来由亲情和友情实现的隐性养老、隐性经济互助、隐性意外事件互保以及其他人际利益交换被市场取代、被“钱化”之后，人们的收入是增加了，钱也多了。但是，如果各类品种的保险、养老、医疗、投资、理财产品不能够发展到位，那么，中国人在钱多的同时，可能反而对未来充满不安。

道理很简单，原来大家都把注意力和经济收入投放在家庭、家族和朋友网络上，今天不计经济成本的互相帮助和相互援助，是对自己未来经济安全的投资，是在买人格化的保险，或是在放贷，这些为个人提供安全感。当这些经济活动被逐步市场化、“钱化”之后，人们在家族、朋友网内的这些投入会越来越少，亲情和友情会更纯粹，而不是以经济利益交易为核心。那么，在这种时候，如果金融产品的丰富程度又有限，钱多了以后的中国人就会难以安排好未来的各种经济需要，反而会对未来深感不安。

像北京这样的大城市，金融产品已日益丰富，市场提供的各类保险、借贷、养老和投资品种越来越多，北京人的家庭已越来越定位在感情交流上，未来生活的保障功能正在进一步从血缘体系中淡出。相比之下，农村的金融很不发达，农村的家族结构虽远没有过去那么牢靠，血缘体系所能提供的经济安全感在农村正在衰退，但农村的家族形态还在，通过重新对家族网络的投资，农村人还多少能靠着亲戚得到一些经济互助和生活保障。相比之下，地级市和县城的人们对未来最没有安全感，他们处在传统家族和现代金融市场中间，哪边都不靠。因为这些地

方的人基本都是在最近二三十年的城市化中进入城镇的，已离开了自己的血缘家族网，所以他们不能靠家族、亲戚实现经济互助和安全保障；同时，那些县城和地级市又没有发达的现代金融。在两边都不靠的情况下，这些中小城市的人反而对未来生活最没有安全感。

一方面，市场化、“钱化”出来的钱的确越来越多；另一方面，中国的金融发展水平总体还很低，投资和理财的选择空间很小，只有少数有限的投资渠道。这两方面挤在一起，各种资产价格扭曲和畸形资产泡沫层出不穷，就不奇怪了。

---

[1] 原文发表于《证券市场周刊》，2007年7月14日。有改动。

第3章

西方的兴起是因为掠夺的银子多吗[1]

在前面的章节中，笔者谈到美国之所以更有钱，关键在于美国有着让人能放心进行证券、票据交易的制度架构和金融中介体系。很多读者看了以后有两类反应：第一，把未来的收入或财富证券化变现，无非是把未来的钱提前花，提前透支，这与以后花有什么区别？第二，虽然在美国能把未来收入流、把“死”资产进行证券化变现，但这并不能让美国“更有钱”，因为货币的供应是由中央银行固定了的，证券化的过程无非是将投资者手中已有的钱转移到证券发行方的手中，这种支付转移并没有产生新的钱。

未来收入资本化之后

把未来的收入在今天资本化变现，好处在哪里呢？笔者曾有幸跟创业家沈南鹏谈起这个问题，一说到这里他立即领悟到其中的意思。1999年他创办携程，2003年携程在纳斯达克上市，他立即成为亿万富翁。通过上市变现的是携程未来多年的部分收入，所以他的钱不同于中国传统意义上的钱。有了这些通过证券化变现的未来财富之后，沈南鹏继续于2004年投资分众传媒、创建如家酒店等企业。其中，分众传媒于2005年在纳斯达克成功上市，如家酒店2006年10月在纳斯达克上市。2005年，他辞去携程的总裁和首席财务官职位，创办了红杉资本中国基金，开始运作更多的创投项目。换句话说，正是由于沈南鹏能够把他创办的携程的部分未来收入提前变现，让他的“钱”多了亿万，他在过去几年里能利用这些钱做新的投资，从而创造更多的财富，也使他的发展空间进一步扩大。相反，如果他不能将携程和其他企业的收入流通过证券化、票据化交易变现，他的创业空间就要小得多。能否把未来的收入流进行证券票据化，对企业的意义也是如此。

金融证券技术不仅对个人、对企业意义重大，对国家的发展也是如此。比如说，为什么在18世纪到19世纪的欧洲竞争中，英国最后战胜了法国进而主宰世界？其关键就在于英国有更发达的金融技术，让它能将未来收入提前变现。中世纪的欧洲战争不断，慢慢地大家都要靠借国债

发展军力，谁能借到更多、更便宜的钱，谁就能拥有更强的军队，特别是海军。1752年时，英国政府的公债利率大约为2.5%，而法国公债利率是5%左右。1752—1832年，法国政府支付的公债利息基本是英国公债利息的两倍，这意味着什么呢？要知道，18世纪中期，英国每年的财政收入有一半是用来支付国债利息的。也就是说，假如那时英国的国债利息跟法国的一样高，那么要么英国必须减少借债，要么英国每年的所有财政收入都用来支付利息。前者会使英国的军力下降，而后者会使其政府破产。两种可能的结局中，哪种都不好。但正因为英国有着比法国更为发达的证券市场，所以英国不仅能以未来收入为基础融到更多国债资金发展国力，而且需要支付的融资成本也比法国低一半。更强的证券化能力使英国可以筹到更多的钱用于发展国家实力，使英国从18世纪到20世纪初都一直拥有世界上最强大的海军，让不到2000万人口的英国主宰世界两个世纪。

谁能够以更低的成本把更多的未来收入证券化变成今天的钱，谁就能在未来拥有更多的发展机会。因此，证券融资不只是简单地把未来的收入提前花，而且能为未来创造更多的发展空间，也会决定在竞争中谁会成功。

证券化使“钱”更多

把未来收入流、土地之类的“死”财富证券化后，社会中的“钱”的确会因此增加。这里的关键在于“钱”的定义与内容。日常用语中的“钱”往往指政府发行的货币。但我们知道，由政府统一发行货币只是近现代的事情。在中国，即使到晚清、民国初期，各个县都有自己的纸币或银、铜钱，还有私人钱庄、票号、当铺等发行的有价票券，这些不是“官钱”，是“私钱”，但也是整个社会总“钱”量的一部分。换句话说，只要是别人愿意接收并具有流动性的有价物或票据，只要它代表着信用，那么任何物或票据都具有“钱”的性质，也可看作“钱”，其流动性越高，“钱”性就越强。

携程未来的收入流是未来的财富，但不是物，也不是票据，所以不是“钱”。但上市之后，代表携程未来收入流权利的股票就有了极好的流动性，携程公司可以用其股票去收购别的公司，买任何物资；其股东也可拿股票去换“政府钱”，换“私人钱”，或干脆拿它去“换饭吃”“换衣穿”。因此，携程股票、分众股票、百度股票也是“钱”，只是它们自身不

是“政府钱”。

根据以上意思，未来收入流、“死”财富证券化的效果实际上是让更多的有形和无形财富货币化，让社会中的“钱”更多，让财富产生财富的效果更佳。货币化加快资源的配置速度，降低配置成本，提升配置效率。

过去，我们只把银子、金子、铜钱看作钱，是因为在证券、票据的价值信用得不到保障的架构下，只有硬型有价物才有可能成为通货或者说“钱”，社会只认实物“钱”。所以，铜、银开采量的多少，加上铜、银的进出口量，就决定了国家有多少“钱”。在中国近代史上多次由于银子被运出国太多，导致国家没“钱”了，进而造成了经济危机。也正是由于这种“钱”观，到今天还有许多学者，比如畅销书《白银资本》的作者贡德·弗兰克认为之所以西方国家在近代兴起，是因为它们从墨西哥等拉美国家掠夺了太多的银子，说是这样才使西方国家有了“钱”！

作为一种金属，白银本身没有太多的工业价值。但正因为许多国家在不同时期用白银作为货币，所以它就特别值“钱”。而之所以白银被用作“钱”，就是因为没有发展出支持票券信用的制度。换言之，只要有了便于金融票券交易的制度，金银作为“钱”的价值就没有了。这也是为什么随着现代政治法律制度的兴起，金银作为“钱”的价值越来越低。

因此，一个国家有没有“钱”取决于它能不能将各种未来收入流和“死”财富证券化、票据化，不取决于它有多少金银。

---

[1] 原文刊于《证券市场周刊》，2006年8月7日。有改动。

第4章

掠夺对西方的崛起贡献有多大[1]

第3章的初稿原题为《西方的兴起真如〈白银资本〉所言吗？》，刊登之后，引发了一些反响。没想到有这么多人自然认定西方的兴起靠的是掠夺，认为是掠夺给它们带来了第一桶金，然后才有金融市场的发达，才有科学技术的进步，才有它们的现代化，才有它们的文化进步，等等。这样的结论下起来简单直接，爽快过瘾，只不过这种结论经不起仔细推敲。为什么最早征服美洲大陆并从拉美掠夺了大量金银的西班牙后来没有成为长久强盛的国家呢？以当今的中东国家为例，为什么它们藏在地下的“意外”的石油财富没让它们成为世界强国呢？其实，道理很简单，掠夺来的意外财富除了挥霍之外，往往不会有人珍惜，不会给人带来积极前进的动力，反而使人、使社会变懒。

关于西方兴起的原因，当然是一个大题目，几千字无法讲清。如果西方的兴起真如《白银资本》所说，是掠夺墨西哥等拉美国家的白银所致，那么16世纪之前的西方应该没什么发展。还有人说，以笔者在上两章谈到的金融发展为核心，将未来收入流、将“死”财富证券化成钱这样的证券金融技术的发展应该是16世纪之后的事。当然，在逻辑上，这种推断难以站住脚，因为如果在16世纪之前西方还没有胜过世界的发展，为什么它们有能力从16世纪开始征服这么多其他国家呢？

我这里并没有试图为任何国家过去对他国的侵略辩护，只是觉得在中国今天探讨长久持续发展道路之时，有必要对过去大国兴衰的起因形成尽可能客观的认知。下面我们从两方面探讨本章的主题，首先看证券金融技术到16世纪末的发展状况及它们对西欧国家的影响，然后再谈英国跟西班牙的差别，为什么掠夺了许多金银财宝的西班牙从17世纪初就开始没落，而17世纪初才开始介入美洲大陆的英国却越来越强盛？

金融技术推动了西欧文艺复兴

以前我们谈道，美国有着让任何资产、任何未来收入流提前变现的证券化、资本化体系。它的这种金融与制度体系当然不是过去一两个世

纪才发明创造出来的。金融技术革命早于工业革命，但受到1780年开始的工业革命的进一步推动。将未来收入提前变现的证券化技术最早出现在1262年的威尼斯，后在西欧国家逐渐发展起来。

在金融品种方面，12世纪之前的西欧跟当时的中国一样，以某种有价物或收入流为抵押的私人借贷是主要的金融交易，这种债据往往没有流动性。跟中国不一样的是，从那时开始，意大利的城邦国家由于战争开支不断上升，它们必须拿未来的政府税收做抵押向民间借债，当时的这种政府公债往往是强行分摊到个人，是他们必须购买的短期“爱国债”。这种公债的期限一般很短。

可是，到13世纪中期，威尼斯、佛罗伦萨和热那亚这三个城邦国已发行太多短期政府公债，靠简单的到期再借、一次接一次地把短期债务续接下去的做法已经难以奏效，它们必须推出长期债，把利息和本金的支付压力平摊到未来许多年，逐年支付。换言之，此时的城邦国政府必须找到把未来许多年的税收提前变现的办法，必须做长期融资。按照杰弗里·伯伊崔（Geoffrey Poitras）的《金融经济学早期历史：1478—1776》（*The EarlyHistory of Financial Economics*：1478-1776）一书的介绍，1262年，威尼斯政府第一个把众多短期债合到一起，由一只意大利文称为“Mons”的长期债券基金持有，然后再把该基金的份额按股份证券的形式分售给投资者，这种股份的意大利文名称是“Prestiti”，它可以在公众市场上随便转手交易。这算是证券市场、股票市场、债券市场及公众基金的前身。当时的意大利人当然没预料到这一创新的意义所在。威尼斯和佛罗伦萨发行的“Prestiti”从1309年到1502年的年度价格序列，是世界迄今为止能找到的最早证券价格时间序列。

起初，威尼斯的“Prestiti”只有威尼斯人可以买卖。到14世纪中期，外国人也可以买卖这些债权基金股份，并很快成为特别受西欧人欢迎的投资品种。

由城邦政府以未来税收做质押向大众发行公债这项证券技术，在13—14世纪从威尼斯、佛罗伦萨和热那亚往西欧其他国家传开。出于公共设施建设和战争的融资需要，法国、荷兰政府于13世纪末发行人寿年金债券，法国国王也偏好通过出售年金债为战争融资。到16世纪中叶，意大利、法国、荷兰、德国已发展出有相当规模的中央政府和地方政府公债市场。以法国为例，1576年，其国债总额达1亿法郎，1595年为3亿法郎。在当时，这种债券市场规模已经非常大了。英国的公债市场起步最晚，在1688年“光荣革命”之后。

随着债券市场在16世纪的进一步发展，期货和期权交易于1550年在比利时的安特卫普证券交易所、荷兰的阿姆斯特丹交易所出现，进一步推动证券市场在西欧发展。

因此，到16世纪末西班牙人和葡萄牙人从美洲大举运回金银的时候，意大利、法国、荷兰、德国、比利时等西方国家将未来收入、将资产证券化的能力已非常强，它们已有能力把未来的收入变成现时的钱，有很强的“生钱”的能力，已经比其他国家更有“钱”了。

公众证券市场那么早在西欧发展，而不是在中国或其他国家出现，其根本原因是当时西欧城邦国家要不断为战争融资。到13世纪，这些城邦国家的王权已受到公民一定的约束，不能随意向老百姓加税，所以公债差不多是它们唯一可行的资金来源。相比之下，当时中国的专制王朝就没有受到这种约束，也就不必采用国债融资，结果，证券市场那时就没有出现在中国。

有一种说法是，16、17世纪从美洲掠夺过来的白银给西方国家提供了大量通货，这种通货使西方的跨国贸易能更顺当地进行。我们一会儿再回到这个问题，首先需要看看在美洲白银到来之前西欧国家的商业信用票据发展情况，特别是跨国贸易是靠什么结算的。这种发展的历史意义非常大，因为证券解决的是不同时间之间的价值交换问题，而商业信用票据解决的是不同空间地点之间的价值交换问题，是两类不同的金融技术。

随着中世纪后期西欧商业的快速发展，跨地区贸易规模上升极快。到11世纪左右，中国宋朝发明了纸币，但欧洲还没有。由于西欧城邦国家极多，金属货币繁多，如果每笔交易都用硬币支付，而且要求当面点清，这对于规模越来越大的跨地区贸易会是一个极大的挑战，硬币结账不仅太重，并且运输也太危险。从12世纪开始，西欧的城邦定期在法国里昂和香槟、意大利佛罗伦萨、瑞士日内瓦、荷兰阿姆斯特丹等商业中心举办交易会，这些交易会不仅每次交易量大，而且进一步促进了跨地区贸易，这些商业发展当然推动了商业银行业务的增长。

商业银行信用票据就是在那时问世的，[2]现代银行也是起源于那个时期，这些金融技术归功于佛罗伦萨的意大利银行家。他们的商业汇票跟19世纪初出现的中国山西票号的作用是一样的，只不过在时间上早了700年。其运作方式大致是这样的：如果在里昂的张三向威尼斯的李四买进1万件衣服，而威尼斯的王五要向里昂的宋六买5000张油画，在没有银行的情况下，这两笔交易不仅难做（到底先付钱还是先发货的问

题，双方可能都难以相信对方），而且即使双方愿意做，张三也要把硬币从里昂运到威尼斯，而王五又要把硬币从威尼斯运到里昂。相比之下，如果由美第奇银行（Medici Bank）为他们提供信用证券或汇票，张三和王五可能谁都不用运硬币了，并且法国和意大利各自可以有自己的货币。实际的情况可能复杂得多，但只要美第奇银行在西欧各商业中心设有分行，这些商业交易可以在多边、多国之间进行。

13—16世纪，意大利银行和犹太人的钱铺基本垄断了西欧商业银行业务。主要原因是，在整个中世纪，基督教禁止有息借贷，但这一点并没妨碍意大利人，特别是没妨碍意大利的伦巴第人去从事放贷和商业银行业务，以至从那时开始，欧洲人把“伦巴第人”和“商业银行”当成了同义词，连英文中的“银行”（Bank）一词都来自意大利文的“banco”（意思是“板凳”，因为银行从业者最初是坐在板凳上提供经营钱币业务的）。当然，犹太教也没有禁止有息放贷的教义，所以犹太人也是欧洲中世纪主要的银行家群体。

因此，在16世纪西班牙从美洲掠夺金银之前，西欧商业银行的发达程度已非常高了，也足以解决跨国贸易的货币支付问题。当然，有更多的白银能帮助它们与其他洲做贸易，但是，这些白银对西欧外贸的进一步发展不是决定性的。

一个佛罗伦萨家族的故事就能帮助我们理解西欧商业银行到16世纪的发达程度。美第奇家族从13世纪开始在罗马、佛罗伦萨办银行，当时欧洲商业非常发达，到1420年，美第奇已是意大利，甚至欧洲最富有的家族。这个家族的财力如此强，在14世纪之后，它的子孙不仅多次成为佛罗伦萨的首脑，还出过三个罗马天主教教皇。美第奇家族对意大利文艺复兴、对欧洲走出中世纪、对现代科学有着根本性的贡献。科西莫·德·美第奇在15世纪投入大量财力收藏、翻译、出版被遗忘了2000年的古希腊著作，建立欧洲最大的图书馆，帮助欧洲走出黑暗的中世纪；出资培养了许多大画家、雕塑家、建筑家，包括米开朗琪罗、弗拉·安吉利科、布鲁内莱斯基、多纳泰罗、乌切罗、阿尔贝蒂等，这些大师都是文艺复兴的象征。科学家伽利略也是美第奇家族的家庭教师，在美第奇家族的资助下做出了许多天文学和物理学的重大发现。

如果没有美洲的白银，西方国家在17世纪后会怎样？这种历史假设当然无法做。但是，如果说西方的兴起或崛起靠的是从美洲掠夺过来的白银，或者说现代金融证券业务也是发生在西方掠夺白银之后，那显然忽视了欧洲文艺复兴时期（1330—1530）在商业、金融、文化、科技

及相关制度方面的发展，也没有领会到古罗马留在西方的民主法治思想，那些发展给了西欧以超前的制度资本和实力。在几何、数学、天文、物理、希腊哲学等研究和教育方面，巴黎大学早在1180年、牛津大学在1214年、剑桥大学在1209年、比萨大学在1281年就先后开展，这些发展发生在美洲大发现之前，为西方后来的科技发明培养了必要的人力资本。

一个国家的货币化能力或者说“钱”的多少是其制度资本的具体表现，它的“钱”能否成为“国际货币”也取决于其制度资本。没有哪个国家天生就掌握“国际货币”的发行权。一个国家的制度越被世人公认为可靠，它的“钱”就越值钱。

西班牙与英国：西方国家中不同的故事

说到“西方”，我们（包括笔者）通常把意大利、法国、西班牙、英国等所有国家都包含其中，好像它们都一样且同为一体似的，所以如果是西班牙掠夺了美洲金银，那就是“所有西方国家都掠夺了金银，并且都得到同样一份好处”。这显然很荒唐。

事实上，美国和英国等西方国家并没参与掠夺中美洲的金银，主要是西班牙和葡萄牙干的。但是，西班牙和葡萄牙得到这些财富以后怎样呢？我们不妨看看。

葡萄牙的亨利王子一辈子致力于航海探险，从1418年开始每年带领船队出海。到1480年，葡萄牙已成功地与印度、中国做过数次海运贸易。为了与葡萄牙竞争，西班牙王室于1484年之后开始出资支持哥伦布验证从大西洋往西航行能更快到印度的设想。当然，西班牙同意出资有一个前提：所有这些都是以王室的名义，任何利益也归王室所有。1492年8月3日，哥伦布带着三艘船从西班牙由大西洋向西航行。海上颠簸两个多月后，于10月12日到达中美洲的巴哈马岛。后来人们发现哥伦布找到的不是印度，而是一个新大陆。哥伦布回到西班牙后，王室惊喜万分。这是西班牙帝国迈出的第一步，也是最关键的一步。在接下来的数年里，西班牙占领了中、南美洲众多土地，并很快从殖民地运回大量金银财宝，供王室挥霍。同时，大西洋贸易的权利由王室和权贵阶层垄断，其他社会阶层的人没有机会参与海外发财，限制了不同社会阶层间的流动性。

无论如何，这些金银使西班牙从16世纪中期到1640年成为世界头号强国，于1580年征服葡萄牙。在1640年之前，西班牙帝国的版图包含了墨西哥等中南美洲多数领地、葡萄牙、德国、荷兰、意大利南部、西西里以及包括菲律宾在内的部分亚洲国家。但是，就像蒙古帝国的统治一样，好景不长，1640年，葡萄牙首先独立，西班牙帝国开始衰败，直到最后一个独裁者佛朗哥将军在1975年去世，才结束长达三个多世纪的专制和连续不断的战争。西班牙是最后一个走出专制的西欧国家。

1215年即通过了《自由大宪章》的英国情况则不同，英国民间自发参与大西洋贸易，而不是靠王室出资“国营”。到16世纪中叶，英国的冒险家看到葡萄牙与西班牙的海洋贸易很成功，也开始蠢蠢欲动。但在当时，民间冒险家碰到的第一个问题是所需要的资本从哪里来。既然从民间融资，而每次航行又需要大量资金，有什么办法可吸引众多投资者参股呢？一种办法是把贸易公司的股份分细，让众多人可以认购。第二个问题是这种航海贸易的风险太大。根据当时的技术和西、葡两国的经验，航行一趟中国、印度，需两年以上的时间，等回到欧洲时不仅一些船只可能会沉没，而且有时会有一半以上的船员会中途死去（因为病毒、海难等）。那么，如果由众多个人共同参股集资，股东们的责任必须是有限的，也就是，每位股东的责任最多是损失掉所投入的股金，不承担更多的风险（亦即，即使有船员在途中死去，股东的责任也是有限的）。这种高风险海洋贸易为现代股份有限责任公司的出现创造了环境，这种融资模式是英国海洋贸易的主要企业组织形式。当时没想到，“股份有限责任公司”这一制度创新居然为随后几百年的股市发展埋下了种子。通过细化后的股份交易，不仅帮助探险创业者融到大量资本，而且以一种高效率的方式把海洋贸易风险分摊到众多投资者身上，达到“人均风险小，总体风险大”的经济效果。

在英国第一个获得批准的股份有限责任公司是1555年的“莫斯科公司”，其目的是组建船队，探索从大西洋往北穿过俄罗斯，然后开往中国与印度的航线。但是到1630年莫斯科公司便消失了。

1584年成立的“弗吉尼亚公司”从700多名股东手中融到大量资金，其招股书（可能是世界历史上第一份招股书）声称，公司的目的是开发北美洲，展开横跨欧洲、亚洲、非洲与北美洲间的贸易。该公司后来确实于1607年到达并成功占领了今天美国的弗吉尼亚州等地，在美国的建设中唱主角。

其他诸如“马萨诸塞公司”“非洲公司”等也都在那期间相继成立，虽

然这些早期英国公司在商业上基本都不成功，但它们都创造了后来的世界历史。这也说明，作为大西洋、印度洋贸易“学徒工”的英国在整个16世纪只是处于尝试阶段。真正成功的是1600年成立的英国“东印度公司”。该公司的创始股东有80人，他们选举产生了15人的董事会。1601年2月，东印度公司第一次由5只船组成的贸易船队驶向印度。该公司后来成为英国跨国贸易、经济扩张的主力军。

这种“以股份有限责任公司从民间融资，然后由民间经营外贸”的模式不仅保证商人有其独立经营海洋贸易的空间，也为英国后来的工业革命做好了公司组织形式上的准备（工业规模化创新与生产风险也很大，需要的资本多），而且还带来另一种意外的效果：大西洋贸易给这些股份公司带来利润，而这些公司的利益又由众多股东共享，于是，海洋贸易以及由此引发的相关服务与制造业务创造了一批非贵族出身的有产阶层。这些新的富有商人自然对他们靠冒险挣来的财富很看重，不希望王室通过随意征税或其他方式来剥夺、侵占他们的私有财产。

由于英国自1215年后就有了一个初步的代议政治制度架构，虽然这些新的富有商人多数并无贵族背景，但他们可依赖代议制下的议会对国家立法与管理产生影响。新商人阶层对议会的影响逐渐转变为他们与王室间的利益和权力上的冲突。1629年，当时的查理一世国王一气之下解散议会，由他在无议会的约束下统治英国。随即，他开始大举征税，导致民间不满。他的专制好景不长，1642年发生英国大革命。接下来的国王查理二世又开始复辟，试图恢复王室的各种专制特权，包括授予各类贸易垄断权。但他的复辟随后引发了1688年的“光荣革命”。革命之后又恢复议会制，并由新的议会从荷兰请来客籍国王——威廉三世（其妻为英国公主）。这实际上在英国建成了虚君共和制，限制了王权。

两次革命的结果是英国王权被大大削弱，但议会的权力大大增加，为一系列保护私有产权、保证公民平等贸易及经商机会等的立法创造了条件。两次革命之后，王室的财政与国家的财政开始分离，政党不能从事营利事业（不与民争利），人人都有权从事跨国贸易，确保致富机会人人平等。任何人都可以创业，可从海洋贸易致富，好处不被国家独享，贸易的确在很大程度上改变了英国当时的政治势力格局，新兴的富有商人成为17世纪进一步制度变革的主力军。

国家持久繁荣靠制度，不靠掠夺

在王权受到制约的民主法治制度下，1688年后的英国债券市场、股票市场、银行业、保险业都迅速发展，使英国在18世纪很快赶上并超过法国，成为世界最强的帝国。那时，英国的人口才1000万，只是当时清王朝3亿人口的零头，但这并没妨碍它主宰世界长达两个世纪。

英国人开始进入西欧海外扩张队伍并于1607年抵达北美时，他们能得到的是西班牙人不想要、气候相对恶劣、没有金银储藏的北美地带。英国人没有像西班牙人那样掠夺美洲金银，英国反倒持久繁荣，社会稳定。

一些同人说，虽然是西班牙而不是英国在直接掠夺白银，但西班牙的白银最终还是流入西欧市场，有一些进入英国，那么英国也是因美洲白银起家的。这种逻辑当然不能成立，只要英国是通过公平贸易让西班牙把白银支付过去的，那么英国还是靠国际贸易崛起的。

英国的海外扩张方式跟西班牙的方式所带来的不同结果还表现在其他方面。比如说，当年西班牙的殖民地国家（比如拉美和菲律宾）今天多数还贫困落后，社会到现在还不稳定；而英国过去的殖民地，从美国、加拿大、澳大利亚、新西兰到新加坡和南非，它们都在世界富国之列。印度相对而言落后一些，但也正在快速崛起。英国和西班牙的经历差别说明了什么呢？当初的美洲白银如果真是资本，那也只能是“负资本”。

---

[1] 原文刊于《证券市场周刊》，2006年9月4日。特别感谢韦森、龙登高、汪姜维、袁为鹏、彭凯翔给本文提出的宝贵意见。

[2] 参见Geoffrey Poitras，The Early History of Financial Economics: 1478-1776（2000）；Charles Kindleberger，A Financial History of Western Europe（1993）.

第5章

资本主义快速发展的核心：资本化[1]

百度公司于2005年8月5日在美国上市，股价当天从27美元的发行价直接跳到120美元左右，使百度创始人李彦宏的个人财富一下子达到9亿美元。当然，故事还不止这些，百度上市的那天共诞生了7名亿万美元富翁、上百名千万富翁与数量更多的百万富翁，他们中多数人6年前还是学生。这太令人激动了！

这个故事具有许多方面的意义。从它的示范效应来看，其核心是激发更多的投机动力，引发更多的创新。第一，看到股价在一天内可涨这么多，会有更多人愿意去股市投机，增加股市的交易量和流动性，为更多“百度”上市创造条件。第二，在股市上炒股并不是唯一的投机方式，毕竟靠炒股难以致富，而更能赚大钱的“投机”是去模仿百度的创业者，自己也去开一家新技术公司，做成后也像百度那样去上市。这是最大的投机，当然不一定成功，但看到百度的经历，谁不想去试试呢？第三，看到百度的成功，更多的风险投资基金会去找未来的“百度”们，把钱投给它们，由它们去花、去创造下一个“百度”或者几十个“百度”。风险投资者当然也是在投机。

由此我们看到，“投机”是人之常情，从某种意义上说，也是各种技术创新的原动力。正因为科技创新是在“创新”，所以就有风险，去做高风险的事就要有冒险精神。

我们中国人的潜意识中，“投机”是非常负面的东西。这是不全面的。我们必须看到，投机也有其正面意义。如果美国社会不认同投机的价值，它也就不可能有发达的股票文化；没有发达的股票文化，也就不会有美国过去150多年的科技发明历史。由于“投机”，在美国历史上就连续不断地出现过股票泡沫，不过这些股票“投机热”客观上也为每次大的科技创新提供了大量低成本的资金，鼓励了进一步的技术创新。“投机者”的买卖使股价不断上涨，使股市交易兴旺，这才使美国过去150多年中的千千万万个创富故事成为可能。

股市为创业者提前兑现财富

当然，“投机”是资本主义精神的重要部分，也是财富创造的必要动力。不同的地方在于，美国资本主义的核心精神不仅包括投机，还有活跃的股票文化。

还是以百度上市为例。我们试想一下，如果百度的股票没有上市，或者就像中国的法人股那样不能交易，哪怕李彦宏做得再成功，他的成功果实——财富，也只能靠未来许多年的利润一年一年地实现，那是一种极慢的实现过程。那种极慢的财富实现过程不容易产生强大的社会示范效应，不能鼓励更多的人去创业、创新，也就会放慢整个社会的科技创新速度。但是，有了充满活力的股市，由于股票的市场价反映的是其未来收入流的总折现值，通过把百度股票以今天的股价卖出，百度的创业者今天就可把未来多年的收入流提前兑现，股市为创业者提供了一种提前兑现财富的机器。如果这些创业者愿意，通过提前兑现已建成的企业，他们还可继续其他的创业和创新，加快能力变现的速度，加深能力变现的深度。因此，股票的高流通性就是这样使美国的创业文化、创新文化以最快的速度发展，大大加快财富的创造速度。

这也是为什么传统社会的财富实现都需要漫长的岁月，而李彦宏才37岁就成为身家9亿美元的富翁，其他亿万、千万富翁甚至大学毕业才几年。美国的盖茨、戴尔等也都是不到30岁就成为亿万富翁。正是股市这个折现机器加快了财富的实现速度。这些榜样当然也鼓励人们去发奋创新，从而催生了美国式的快速技术变革。

现在看来，美国跟其他国家相比，有着强有力的财富兑现机器，但当年的英国比任何国家更具备条件发展出这样的兑现机器，为什么英国没能做到这一点呢？美国的“股市”机器又是怎么建立起来的呢？

英国为何错失股市发展良机

随着英国在16世纪下半叶加入海洋贸易的行列，它的金融业得到极大的推动，到18、19世纪其金融发达程度领先世界，只不过其重点集中在银行、保险和债券市场上，而不在股票市场上，尽管股票交易在同期也有不小的进展。从需求角度讲，从17世纪一直到19世纪末，英国主要是在世界范围内发展简单的商品贸易。原因很简单，英国本土人口少，特别是18世纪末在英国开始的工业革命又偏偏使他们具备了大规模的生产能力，他们生产太多的东西在本国没法消费完，就必须运到国外，找海外市场。正因为英国在海外扩张仅仅是伴随与商品有关的简单外贸商

业，所以在很大程度上，英国当时对金融的需求主要停留在保险和信贷业，而且很多是短期交易。

英国当年的债券市场之所以非常发达，是因为17—19世纪英国政府需要大举国债，为其海军建设融资。这种因扩军而产生的政府融资需求促使债券市场最先在英国、荷兰等西欧国家发展，以至伦敦证交所到1843年时超过90%的上市证券是债券（包括公债、公司债和外国政府债），股票交易只占不到10%。换句话说，在18、19世纪英国鼎盛时期，其金融的特色是以银行、保险和债券市场为主。

实际上，英国的股票交易从1555年左右开始，17世纪末期在伦敦越来越火，到1720年的“南海泡沫”（South Sea Bubble）达到顶峰。但那次股票泡沫促使英国议会通过了一项严格限制股份有限公司的法案《反泡沫法案》（The Bubble Act），要求所有公司上市前必须得到议会的通过，就像今天中国公司上市要先得到证监会批准一样。该法案从根本上扼杀了英国股市的进一步发展，使伦敦股票交易沉闷了130余年，直到1850年后才得以复苏。从某种意义上讲，那项法案把以股权文化为中心的创新经济留给了后来的美国。

美国股权文化如何发展起来

1783年，美国从英国的殖民统治中独立出来，从那时一直到1850年左右，其早期金融发展基本是复制英国和荷兰的金融模式，也就是侧重发展银行、保险和债券市场，同时也开始股票交易。从19世纪初开始，美国将英国工业革命初期推出的新技术很快学过来，更确切地说，是先把英国的纺织机械技术学过来。

最初，股市发展缓慢。1800年时美国共有335个股份有限公司，除了6个跟生产制造有关，其他公司全都是桥梁、土木工程和水利工程公司（共245个）以及银行与保险公司（67个），股票投资者很少。第一个现代纺织业公司是成立于1813年的“波士顿制造公司”，但该公司到1850年也不过有123位股东。因此，那时美国股市的发展程度也非常有限。跟英国的证券市场类似，美国的证券市场也主要以政府公债和公司债为主。

英国金融是受海洋贸易而激发起来的，而以股市为特色的美国金融则是围绕科技创新而起的。最初的起点是交通运输技术。1802年，世界

上首次出现蒸汽机轮船。此后，远洋运输从帆船改成汽轮，在运输技术上这是一个很大的进步。但是，人们发现蒸汽轮船再强大也没办法上陆地，这样一来外贸以及国内贸易就基本上围绕着有水、有海的地方发生，这就是为什么美国经济最初是在东海岸崛起，比如在波士顿、纽约、华盛顿，原因就是这些城市临近大西洋。

现代火车大约于1804年在英国发明，第一条实用火车线于1825年建于英国。火车的出现给当时的世界带来全新的希望，使最热的科技题目由海运转向铁路。人们发现，有了火车技术，只要在全美国各地遍修铁路，经济发展就不再局限于沿海地区了，可以向内地很多地方扩张。在当时的人们看来，这显然是个新时代的开端。我们现在都谈互联网技术可以改变世界，那个时候人们则认为火车可以改变世界。

在铁路技术概念的刺激下，19世纪中期，大量美国铁路公司在新英格兰、芝加哥等地方相继成立。大家认为应该修很多的铁路，把美国各地都串联起来，每个人都觉得铁路是新世界到来的象征。所以，那时在纽约和波士顿掀起了购买铁路股票的热潮。于是，1860年后美国证券市场交易的多数是铁路公司的股票。从另一个角度讲，正是当时这么多人对铁路股票的非理性狂热，才使美国的证券市场开始从过去的债券市场变成真正的股票市场。如果没有那一次股票热的冲击，美国的证券市场可能还要等很多年才能转变。再者，那次铁路股票泡沫把股价炒得很高，使不少铁路股票像今天的百度一样成为被广泛关注的故事，不仅催生了创业文化，而且为当时愿意冒险创业的人提供了非常便宜的资本。

接下来的新概念就是1875年由美国人贝尔发明的电话，随后贝尔创立美国电话电报公司（AT & T）的前身——贝尔电话公司，在美国推广电话的使用，美国电话电报公司于1891年上市，其股票很快被炒得火热。同一时期，另一位大发明家爱迪生于1878年成立了一家股份公司，并于次年发明电灯泡，随后发明发电机，创建商业供电厂。他的公司在1892年与另一家电力公司合并成立了通用电气公司（GE），该公司的股票于1902年在纽约上市交易。

19世纪末期围绕着电话和电力技术的创新，人们的关注目标由原来的铁路转到电话与电力概念股上来。这一期间，石油和钢铁股票也是股市炒作的热点。当然，除了这些令人激动的概念股推动着美国股票文化的快速发展外，这里还不得不提到J. P.摩根，在他于1870—1905年间改变美国证券业之前，华尔街证券公司规模都很小，往往只由几位合伙人的资金组成，能销售的证券发行量很小。但是，J. P.摩根于1871年加入

投行公司德雷克塞-摩根公司（Drexel，Morgan and Company）之后，随即对各类大大小小的铁路公司进行整合，通过一系列并购把它们组合成几个实力较强的大公司。他的技能是如此的高超，1895年他把德雷克塞-摩根公司重组为他自己的公司——J. P. 摩根公司。之后，他成功整合通用电气公司并把其股票推向股市。1905年左右，他重组了美国众多的钢铁公司，成立“美国钢铁公司”，创造了美国历史上第一个10亿美元公司。

J. P.摩根把美国证券公司的销售能力和投行理念提高到了新的层次，他的最大贡献是把证券公司的业务从简单的证券经纪上升到包括行业、企业整合的策划与融资全套服务，他创新了现代投资银行的理念。从这个意义上讲，J. P.摩根对美国股市文化的推广做出了关键性的贡献。

1910年以后又出现了新的投机概念——汽车，福特汽车就是这个时期火起来的。不幸的是，汽车股票泡沫最终以著名的1929年大股灾而宣告破灭，接下来的经济危机使美国股市沉闷多年。直到20世纪80年代，美国股市才再一次爆发，出现了大家熟悉的计算机股票热，英特尔、微软等公司是这一时期的代表。到20世纪90年代则是互联网股票热。过去150年里，美国经济就是一部连续不断的股市热潮史，这背后当然是一个个财富创造的故事，同时也一波一波地把美国股市推向成熟，使它的定价和融资能力实现了全方位的深化。

中国需要什么样的金融

1978年以前计划经济下的中国不存在真正的金融。经过过去二十几年的发展，到今天也说不准中国的金融到底是更像当年英国的金融还是今天美国的金融，因为中国银行体系有它固有的问题，股票市场也有它自己的问题。所以，改革的路还很远。

就以一度讨论得比较热的股权分置问题来说，从前面谈的百度故事以及美国金融的特点中我们看到，股票的可流通性是股票生命的根，如果股票不能流通，股票就没有“市”。中国的股票就有自己的问题，它既不能像美国股市那样加快财富的实现速度，也不能催化创新文化的发展。当初出于抑制“投机”的考虑，让法人股和国有股不能流通。那时没想到鼓励有能力“投机”的人去“投机”是股市深化的必要条件，也没想到16世纪荷兰人和英国人推出“股份有限公司”的用意之一正是为了便于人

们去投机。如果想在中国培养更强的创新、创业精神，想要把中国社会的创新能力很好地激发出来，那么正在进行的股权分置改革当然是必要的一步。

在我们发展自己的股市的同时，中国有创新精神的年轻人今天还不妨继续享受金融全球化带来的好处：先创业，成功后去上市，利用现成的未来收入流折现机器提前兑现你的创业成果！——看到李彦宏的故事，笔者也恨不得自己再年轻15岁，谁不想试试！

当年英国繁荣靠的是它的海外商业贸易，而美国繁荣靠的是它的科技创新。这两种特色的盛世所需要的金融支持也不同：前者需要的是债务、银行和保险，而后者需要的是以股票为代表的风险资本。这就是为什么美国比当年的英国更需要一个活跃、发达的股票交易和股权融资市场。那么，中国需要什么样的金融？

---

[1] 原文刊于《第一财经日报》，2006年8月4日。

第二篇

金融的逻辑

第6章

治国的金融之道[1]

历史学者可能很难回避中国历史的周期性：近代史以前，平均四五十年农民起义一次，两三百年改朝换代一次。这种规律持续了很久。对中国未来感兴趣的人自然会问：历史规律还会不会重复？如果不想让它再重复，那又有什么办法？

当然，不同的人会有不同的回答。对科学技术发展史感兴趣的同人可能会从军事技术角度来谈。他们也许会说，导弹、飞机、夜视仪已使传统意义上的农民起义几乎不可能成功，所以那种靠百姓武装革命达到改朝换代的时代已经结束。试想，在以矛和盾、木棒和斧头为主要武器的年代里，正规军和起义军在武器水平上的确差距不大：拿起木棒和斧头，起义军的武器就跟政府军差不了多少！更何况起义军往往热情高涨，而政府军是为别人卖命而士气低落，那时革命成功的概率肯定不低。但在今天，正规军与老百姓的武器不对称已达到极点。原来，地下党可以在白天睡觉晚上活动，但如今的夜视仪已消灭了白天黑夜的差距；原来，后方革命根据地可以长年累月地为革命军提供养兵的条件，但今天的飞机和高精度导弹使这类根据地也成为历史。因此，现代科学技术已使昔日的改朝换代周期无法重演，游戏规则已被重新定义。

而我们从金融技术角度也能看到，金融技术使得现代国家难以重复过去的改朝换代规律。当然，这不是说金融技术把革命的问题根除了，而是说它可以降低发生改朝换代的概率。关于金融技术，特别是证券技术对国家治理的作用，以往认识较少，过去我们集中关注金融发展对企业、对家庭的作用，不太注意证券，特别是长期债券市场对治理国家的妙处。

近二十几年持续增长的启示：政府敢于“借钱花”

首先让我们看一下最近的经历。正是由于现代金融和证券的发展，中国过去二十几年的国家理财策略已从本质上不同于中国封建王朝的手法，敢于利用公债市场把未来的钱借到今天花，也不怕靠财政赤字发展

今天的中国经济。这些新的国策使中国经济得以持续增长，使社会至今还没有出现不少专家预测会发生的经济危机和社会动乱。

1978年开始改革开放之后，以包产到户和家庭联产承包责任制为核心的市场激励使中国经济在20世纪80年代快速增长，那时的增长是粗放式的，不需要金融的太多帮助，只需要政府退出经济管制并解放个人的创业权利，让市场发挥作用即可。中国于1981年启动国债，政府开始把一小部分未来财政收入提前到当时花，当年共发行121亿元的国债和外债，相当于那时政府全年开支的9%左右。不管规模大不大，启动国债这件事本身就是一种极大的观念冲击。

1986年，国家财政赤字达到82亿元，占财政收入的3.9%。那年新发行国债138亿元，比上年增长54%。到1988年，财政赤字升到134亿元，占财政收入的5.7%。1989年，国家新发行国债408亿元。

自20世纪80年代中期开始，中国经济增长的主要动力一方面来自外资支持的制造业，另一方面来自政府财政和公债支持的基础建设项目。因此，在国家财政恶化的情况下，银行贷款和公债市场成为经济继续增长的两个关键。在1989—1991年经济相对低速增长期间，三年共新发行国债1245亿元，给经济增长提供新的推动力。结果，GDP增速从1990年的3.8%回升到1991年的9.2%。

1994年，财政赤字上升到575亿元，占当年国家财政收入的11%，创历史新高。为了填补赤字并支持发展，当年国家发债1175亿元，也创历史新高。

在1997—1998年亚洲金融危机期间，世界都在担心中国经济，害怕世界经济会被连带拖下水。1998年，国家发债3311亿元，1999年再发债3715亿元。在1998年财政赤字高达1744亿元（占财政收入的15%）的情况下，这些公债融资让中国经济在亚洲金融危机期间和之后保持7%以上的增长速度，并带动世界经济度过那次危机。（以上数据见图6-1所示）

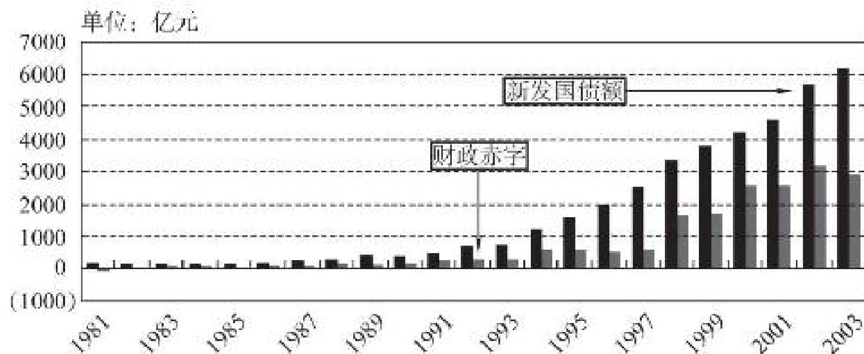


图**6-1** 历年财政赤字与新发国债

资料来源：《中国统计年鉴》，国家统计局

截至2003年底，中国国债余额为29631亿元，其中内债28803亿元，外债828亿元。国债余额占GDP的比重为21.6%，低于国际公认的60%的警戒线，也低于美国约70%的国债负担率。2003年，中国国债还本付息总额近3000亿元，约占当年财政收入的14%。

这些国债数据当然不包括国有银行、国有证券公司、国有保险公司以及信托公司的呆坏账，按照一些商业机构的估计，如果包括这些呆坏账，国家负债在GDP的50%～58%之间。

1982—2004年，国债余额的年增速在25%左右。如果再继续按照这一速度增加国债并以此支撑中国经济的持续增长，在达到危机线之前还能维持多少年？如果这种持续多年的财政赤字发生在封建王朝时期，那情况又会怎样？今天的选择跟过去又有什么区别？

封建王朝时期的发展模式：最大限度地存银子

不管是宋、明、清还是其他朝代，各朝都遵循一种基本的财政规律，王朝兴起时期都是国库储蓄充盈，随后递减，再后就是财政日益吃紧，赤字越来越不可收拾，最终导致改朝换代。以往，学者主要以腐败来解释这种周期性规律，基本认为王朝初期腐败不普遍，但是因为没有对权力的可靠制约与监督机制，随着专制体系的年龄越来越高，贪污腐败也会越加猖狂，到最后国库空空，迫使朝廷在财政税收上狗急跳墙，然后便是官逼民反，朝廷最终灭亡。权力失控和贪污腐败肯定是改朝换代规律的制度性根源，但除此之外，还有国家理财策略以及金融技术上

的差别。

由于清朝的财政数据相对较多，过去对其研究得也比较细，我们以清代为例，看看它与当代中国的差别。

从统治者的角度讲，他们最怕的应该是在国家出现危机和社会动乱的时候，国库里没钱，财政上入不敷出。事先规避这种危机风险的手段大致有两种：其一是事先多存钱，往国库中存的钱越多越好；第二种手段是尽最大可能地发展国力，不仅把到手的钱都花完用于发展，而且还尽可能借钱发展，透支未来的收入先发展。这两种经济国策实际上类似于宋朝司马光、王安石关于节流与开源的辩论，第一种策略强调“节流”，而第二种策略强调“开源”。过去二十几年中国的发展国策以及美国历年的策略都属第二种，而以往中国各朝各代的经济方针基本属第一种。

图6-2给出了从康熙四十八年（1709）到道光三十年（1850）户部库存银两的变动情况。按照评价国家财富的传统标准，可以说清朝即使在鸦片战争之后、太平天国起义之前还是非常富有的，这种富有在乾隆后期达到顶峰，1781年，国库存银7000万两，1789年为6000万两左右，1850年时降到800余万两。太平天国起义对朝廷开支带来极大的负面影响，导致清政府发生货币危机。但即使在1853至1863年间，户部银库仍然年增19万两。这虽然不多，但对传统的中国人来说，至少比今天国债越来越高的中国要富有，更比今天负债9万亿美元的美国要富有。只不过，正如我在前面谈到的，那种国库财富只是反映过去收入的钱，它并不能表示清政府未来也会富有。图6-2基本说明，清朝初中期国库积累了大量财富，但从那以后就开始每况愈下，印证了王朝先富后贫的周期性规律。

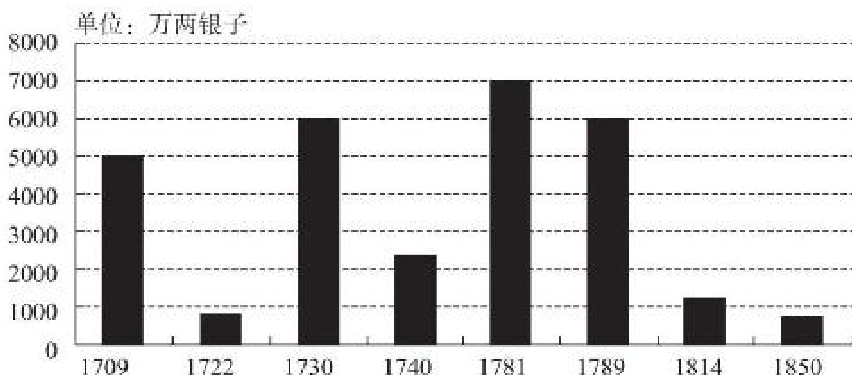


图**6-2** 清朝户部库存银两的变迁

资料来源：郑备军著《中国近代厘金制度研究》，中国财政经济出版社2004年版

我们也可从国家财政收支来细看晚清的发展经历。图3给出1838年后一些年份的财政收支情况。[2]据史载，从康熙中叶开始，每年财政盈余约500万两，乾隆中期以后年均结余在1000万两左右。从图6-3看到，鸦片战争之前的年度财政盈余也超过500万两，到鸦片战争后的1847年，财政结余为380万两。甲午战争前的1893年，国家财政结余高达760万两。这些数据说明，虽然按照传统儒家理财观念看晚清的结余可能还太少，但当时的经济国策从根本上讲极其荒谬，在两次鸦片战争战败同时又面临日本威胁的情况下，朝廷不仅不想法把未来的收入透支来加速发展国力，反而一心放在“节流”上，只想到往国库多存钱。结果国力相对其他国家继续衰退。



图**6-3** 清朝政府各年收支盈余

清朝财政赤字的真正起点是甲午战争之后，1896年赤字高达白银1292万两，1899年为1300万两。[3]八国联军侵华后的庚子赔款大大冲击了清政府的财政，1903年的赤字高达3000万两！此后的清代朝廷债务缠身，直到1911年灭亡之前一直如此。

两种国策，两种结局

谈到这里，我们看到，今天的中国和封建中国所采用的两种经济国策带来了截然不同的结局。在传统中国财富观念的主导下，清朝的国策是以“节流”来最大限度地存银子。在1896年之前的两个半世纪，清朝的财政基本都健康，很少有赤字。按传统的标准，那时的清王朝应该很强盛，但实际的结果是它不堪一击，很快垮了，守财丧命。

相比之下，当代中国，自1982年开始，不仅年年有财政赤字，而且赤字由当年的18亿元增长到2003年的2916亿元，财政赤字占GDP的比重由1982年的0.33%上升到如今的2.5%。国债也从几乎为零增长到今天的余额2.9万多亿元。今天中国在世界的地位反而比没有赤字的时代强。两种国策，两种结局，这是怎么回事？

实际上，依照詹姆斯·麦克唐纳（James MacDonald）在《一个深陷债务的自由国家：民主的金融根源》（*A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy*）一书中提供的资料，如果我们按1600年时是否大量借公债将各个国家分成两组，你会发现，400年前国库里金银万贯的国家今天基本贫穷落后，而当年靠发国债发展的国家今天都成了发达的经济体。像那时的明朝国库藏银约1300万两，朝廷甚至储存了足够吃9年的谷粮，就怕天塌地陷。可是，越怕天塌下来，天还真的会塌下来，不久明朝就被改朝换代。当时的印度国库则储藏了近6000万两金银，坐在那些金银上等着被殖民化。

当然，最有名的靠赤字增长的案例莫过于美国了。美国今天的9万亿美元国债，使它在国债竞赛中遥遥领先任何其他国家，但美国利用国际资本市场把别人不愿花的钱借过来，它是透支过多，但能使美国长期以来保持世界最强的地位。

晚清的财政危机到底有多严重

甲午赔款和庚子赔款对清政府的冲击是致命的。日本以及八国联军的侵略行为是任何中国人都不能忘记的，那两次赔款是侵略者强加给中国人民的耻辱。如果我们暂时把对战争以及赔款的道德评价放在一旁，那些赔款所带来的财政危机到底有多严重呢？假如中国当时的证券金融业已很发达，清朝的结局是否会不一样呢？

我们先看一些数据。按照陈锋先生的估算，由于这些赔款以及其他外债支付，清政府在1902年后每年要付约4700万两白银，这大概相当于1903年政府财政收入的44.7%（那年的财政收入为10492万两）。[4]但是，1903年的实际财政赤字约3000万两白银，占财政收入的28.6%。

跟今天中国的赤字相比，这种规模是否很离谱呢？2000年中国财政赤字是中央财政收入的18.6%，1999—2003年，该比率维持在13.5%~18.6%之间。从这些比值看，晚清的财政赤字并没比今天的高

太多。如果跟英国早期比，1697年英国政府一年的短期债务支付是它的财政收入的3倍，1710年时是后者的近4倍，[5]但那并没迫使英国灭亡，实际上英国从那以后反而日益强盛。

相对于GDP或国民收入而言，3000万两白银的赤字、6.8亿两白银赔款债务并非像以往历史书说的那么可怕。按照刘光临先生的估算，[6]1880年中国的国民收入约27.8亿两白银，老百姓税负约占国民收入的3.2%。以此税率推算，根据1903年的10492万两白银财政收入，那年的国民总收入约为32.8亿两白银。那么，3000万两白银的赤字只是1903年国民收入的0.9%，低于1998年后中国财政赤字占GDP的百分比，比如，2002年该比例为3%，2003年为2.5%。

按照32.8亿两白银的国民收入估算，6.8亿两赔款债务约为1903年国民收入的20%，比今天2.9万亿元国债余额占GDP的比重（21.6%）还低一点。从这一角度看，晚清的财政与国债状况并不是特别差。

作为比较，1650年时荷兰的国债总额是国民总收入的1.3倍，1715年之后是2倍多；那时英国国债为其国民收入的80%。[7]但那些负债率并没有使它们灭亡。今天美国的国债余额是GDP的70%，日本的国债余额是GDP的170%。单从这些数字看，从金融的角度来谈，晚清的负债并没有以往说的那么可怕，关键在于当时缺乏缓和财政赤字危机的手段，问题出在国家理财策略上。

靠增税缓解财政危机的陷阱

财政危机的出现往往是由于战争、天灾、人祸等突发事件或者一次性事件，这些事件虽然不是每月、每年发生，但一旦发生，其成本开支一般会很高，容易冲乱正常的开支安排，说不定还会将一个国家置于灭亡之地。这就像一个家庭，假如张三一家的年收入为5万元，在正常情况下，这5万够花，甚至还有一点节余。可是，如果张三生场大病，要花20万元住院与手术费，这时问题就来了。这种危机也可能因为车祸、地震甚至抢劫等意外情况而发生。

对于家庭来说，事先避险的办法一种是多存钱，就像中国古代的朝廷一样。但正如前面讲的，这是一种非常低效的办法，一方面意味着牺牲今天的消费机会和创业、投资机会，让张三一家无法最大限度地发展；另一方面，这样做也不一定能完全规避掉各类风险，特别是难以规

避低概率、高损失的风险事件。第二种办法是靠家族里的亲戚和亲人，这就要求张三平时投入家族事务，给家族无私的奉献和帮助，以此来换取他们在他有需要时也给他帮助的隐性许诺，依赖血缘关系达到互相保险的效果。但，这种隐性互保毕竟不是能硬性执行的契约，而且范围小，风险分摊的效果不佳。第三种办法是买各种保险和其他金融产品，这样，张三只要付较小的保险费即可达到医疗、财产、天灾、人寿保险的目的，由于保险公司的客户人数多、地理范围广，风险分摊效果最理想。

当然，如果上面这些规避风险的安排事先都没做，在今天，张三还可找银行贷款，以此把今天这一次性的开支压力平摊到未来的许多年里，让他一家能渡过今天的难关。

对于家庭和个人来说是这样，但一个主权国家就没有这么幸运，即使到今天也没有完全像“家族”这样的国家互相保险共同体，也没有为国家提供各类保险的保险市场。因此，特别是过去的朝廷，它们远远没有那么多可选择的规避财政危机的工具，它们要么像清廷那样最大限度地存银子，要么就像美国那样通过借国债加速发展，通过把经济实力这个“饼”做大，来强化未来对付危机的能力。然而，传统的中国朝廷只会“节流”，而不是先把“饼”做大。

那么，当过去储蓄不足、发生财政赤字时，朝廷是如何找到出路的呢？最惯用的办法当然是增加赋税，反正皇权不受制约。以明代为例，明中后期，政府财政逐渐吃紧，16世纪中叶（嘉靖朝），每年财政赤字多则400万两白银，少则百万两白银。到1567年，太仓银仅存135万两，只够三个月的开支。

自万历四十六年始，“辽东兵事兴，……先后三增赋，凡五百二十万有奇，遂为岁额”。[8]但是这些增税并没缓解明廷的财政危机。到1628年崇祯帝继位时，财政赤字为113万两。据王昊先生引证，[9]为补亏空，崇祯帝在万历年间每亩加9厘赋税的基础上，再增3厘，共增税165万两。这笔税跟万历年间3次加派加起来，共达680万两。但是，农民战争不断爆发，军费开支不断上升，增加财政赤字压力。如果再加税太多，会加剧官逼民反的势头，朝廷只好尽量拖欠军饷等债务，崇祯元年（1628）时各边欠饷已达520万两。到崇祯十年（1637），朝廷仍然拖欠边镇的军费，导致边兵大量投身于农民起义军，把明朝进一步推向崩溃的边缘。到崇祯十一年（1638），战情急转直下，财政危机也日益恶化，“不集兵无以平寇，不增饷无以饱兵”，崇祯帝只好“勉从廷议，暂累

吾民一年”，批准加派280万两新税。

据王昊《论崇祯帝》一文的引证，当时，崇祯帝还试过一些其他办法来缓和财政危机，包括要求富室勋戚捐助、节省宫廷开支等，但都不成功。

我们看到，在相当程度上，明代前中期经济国策的缺陷，使中国错失发展海外贸易的机会，到崇祯年间，其国力已经太弱，崇祯帝的理财能力再强，可能也难以扭转明朝的宿命。再加上崇祯年间，灾荒频繁，遍及全国各地，大大加重了农民的生存困难。在这种时候还要强征新税，如果民不造反，那反而怪了，这当然加速了明朝的灭亡。

靠单一年度的加税来解决财政危机，其最大的缺陷是强化了一次性大额开支在当年度对社会的冲击，等于是休克疗法，它无法让朝廷把一次大开支平摊到未来30年、50年的财政收入上，减轻社会大众的压力。比如，单是崇祯年间拖欠的边饷就超过明廷一年的财政收入，如果这笔钱要在一年内付清，等于是要老百姓多缴一倍以上的税，压力太大，没人会接受。通过当年加税来解决财政危机的办法，只能把突发的财政开支在众多老百姓之间分摊，但它无法把一时的支付压力在不同年份之间分摊，后者只有长期债券等证券才能做到。

缓解财政危机的金融手段

当然，除了通过征税赤裸裸地向老百姓要钱之外，另外一个历朝惯用的手法是在货币上动手脚。按照刘光临先生的考证，[10]宋代是一个在经济、军事、社会等多方面大幅扩张的朝代，官府机构日益臃肿，官员数量不断膨胀。这当然也使其开支相应地膨胀，宋朝财政几乎始终面临入不敷出的威胁。根据汪圣铎先生的著作《两宋货币史》，出现财政危机时，宋廷往往利用货币发行来转嫁危机，主要表现在铸行铁钱、大钱和滥发纸币上。“宋仁宗时期，宋夏战争，军费骤增，引起财政危机，于是就在陕西铸行铁钱和大铜钱，造成了灾难性的后果。宋神宗时，为了支持西部战争，四川交子开始两界沓行，即增加了一倍的发行量。又企图在河东、陕西发行交子，因与盐钞发行冲突，遭遇失败……宋徽宗时，为了支持西部及后来的对辽战争……发行成本低、面额大的当十钱、夹锡钱，将楮币推向全国，且无节制地扩大发行量，结果造成通货膨胀，经济秩序一片混乱。”[11]

宋朝纸币的发展，不仅有利于在全国范围内调拨财赋、有利于中央集权的运作，而且通过发行纸币，朝廷也能更方便地转嫁财政危机，更隐晦地掠夺老百姓的钱财。据汪圣铎先生的引证，到了嘉定年间，纸币“总发行量已超过亿贯。这时，朝廷上下、君臣之间，都已认识到楮币不应再多印。但是，此后发行量还是不断增加，直到10亿贯以上仍不停止”。

不过，即使没有纸币，金属货币也能让朝廷间接转走老百姓的财富。不只是宋、元、明代这样做，晚清和民国时期也这样做。比如，为解决太平天国引发的财政危机，咸丰朝于1853年经户部发放官票、宝钞（纸币），同时也铸造大量重量轻、面值大的铜铁大钱。据张国辉先生的引证，[12]当时铸造面值为1000文、500文铜大钱的成本分别只有114文、90文，等于让清廷只需花114文的价值就能从民间获取价值1000文的财物！按照同样的逻辑，1854年，户部、工部开始铸造铁大钱。在1853—1861年间，朝廷共铸造等于826万两白银的铜铁大钱。随着铜铁大钱、票钞纸币的滥发，城乡物价飞涨。与之前的价格相比，到1860年，香油涨价3倍多，硬煤涨4倍，茶叶涨5倍，猪肉涨6倍，洋烛涨7.5倍。[13]物价猛涨，货币大幅贬值，不仅使百姓生活更加困难，而且让他们的真实收入与财富相对大幅缩水。社会动乱、民怨沸腾自然就不奇怪了。

这种失信的行为不仅加快了朝代的更替，而且使纸币难以在中国社会持续使用，让本来可大大加快经济发展、促进专业分工的纸币无法发挥作用，在长达900年的时间里纸币在中国总是时断时续。当然，通过在硬币、纸币上做手脚来缓解财政危机不是中国的独特创造。早在4世纪的古罗马，皇帝缺钱时，干脆不用费工夫以更低成色重铸硬币，而是在老硬币上把数字改一下，[14]比如，由10改成100，金银含量不变。中世纪的西欧也惯用这类手法掠取百姓的钱财。整个16世纪，西班牙经常拖欠债务支付，但总体而言不在货币上打主意。但是，在高额债务和财政压力下，西班牙国王腓力三世于1600年开始将其银圆由纯银改为银铜混合物（当时叫Vellon），以这种更便宜的混合金属来当全值的纯银使用。1600—1626年共发行4100万混合银圆，给西班牙王室增收2500万至3000万银圆，到1628年其货币贬值70%。1650年，西班牙王室干脆也像古罗马皇帝一样，在旧银币上把数字改大。但这些滥用信用的举措也开启了西班牙帝国的衰败历程，使其世界强国地位很快不再。

虽然由操纵货币来掠夺大众钱财不像直接征税那么一目了然，但它

的缺点跟后者相似：给社会的短期冲击太大，极易导致动乱甚至起义，而且会从根本上破坏社会对政府的信心。换言之，强制社会把低成色的银钱铜钱或者没有足够金银做保证的纸币认作真金实银使用，由此掠夺的社会财富是短期的、一次性的，但其代价却是长期的。这也是为什么这种办法往往只有狗急跳墙的政府才会使用，老百姓在看到朝廷这种行为时往往也知道这个朝廷即将结束，中国各朝以及民国基本都经历过由纸币、大钱泛滥引发的社会动乱。

由于国家不能发行股票，缓解财政危机、支持发展的最理想的办法是发行长期债券，这样就可以把一次性的大开支平摊到未来很多年，大大减轻每一年的支付压力。

这里有两点值得记住：第一，从征税的角度讲，今年一次性加税100亿和今天调高一点税率使以后每年税收增加5亿，这两种选择给社会的压力冲击是不一样的，前者是后者的20倍。第二，国债期限到底多长更好，取决于所支付项目的收益期限。比如，如果国债是用来修路，修好的路的使用期可能只有5~10年，那么债期可长到10年；如果国债是为支持战争开支，那么其目的是保卫国家，成功后会让国家永久性存在下去，这种开支可用无期债券来支付，其成本应该由世世代代的国人都承担一点；其他情况依此类推。

在中国，朝廷因战争开支或财政危机向民间借债，最早可以追溯到2600年前的齐国，当时因战争费用，管子建议向民间富人借钱。从那以后，各朝代可能都这样做过。但是，在现代银行于19世纪末出现在中国之前，一方面，这种私人借贷的规模有限，风险分摊的范围也很有限，传统中国的民间借贷利率在许多世纪里高于30%；另一方面，借贷期限一般是6~12个月，这么短的期限对缓解朝廷财政危机帮助不大。当然，我们必须看到，如果是民间私人之间借贷发生纠纷，被侵权方可向对方讨债，甚至打官司。可是，如果私人把钱贷给朝廷，在专制皇帝不还债时，你可能只能仰天长叹了。因此，在皇权之下，即使朝廷想借债，也不会有太多人愿意借出。中国一直没有发展出长期的资本市场，这当然限制了朝廷解决财政危机的能力，使朝代的更替加速。

比如，因太平天国引发了财政危机，1853年政府尝试过借内债。据彭泽益先生考证，[15]那次尝试最初只在山西、陕西、广东等省议行“劝借”，亦即向“殷实之家”“暂时挪借，以助国用”。在山西，当地官府先向各“饶富之家”示以筹款成数，之后按借数给以印票，分年照期归还，并且还规定，“如有借至十万两以上者，除按年归还本银外，若借债人本身

已得功名，准其赏给祖父封典”。在陕西则“捐借兼行”，规定如能自一万捐至数万、十万两者，随时由官府按照银数，立即奏请奖励。如有不愿请奖者，除由官府按数给予借贷印票，分年归还外，仍按照银数多寡，分别建坊给匾，以示优奖。[16]由于在山西、陕西的试验较成功，此后再推广至江苏、浙江等地。只不过，这些内债并未照数偿还。类似在齐国时期的做法，在内乱结束之后，各省借口“库款支绌”改由官府奏请给奖，有些绅商则由朝廷以官爵进行偿付。这种赖债行为从根本上使晚清政府失信，使甲午战争后再想发行“昭信股票”国债时变得不可能，几乎无人问津。但有一点是肯定的，那批“内债”帮助清廷渡过了一场危机。

从本质上，1853年晚清尝试的“内债”更像欧洲中世纪的“强制性借贷”（forced loans），当时西欧城邦政府为了战争或基建项目融资，把债务强行摊派到有钱商人头上。这些短期债务更多像贷款契约，而不是可交易的证券。

以未来税收流做抵押发行的政府公债证券最早出现在1262年的威尼斯。[17]由于那些西欧城邦国家之间没完没了地作战，融资需求不断膨胀，当初惯用的期限不到一年的短期借贷已无法缓解财政压力。以佛罗伦萨为例，1470年一年的总利息是36万金圆，超过其全年财政收入，[18]比清政府在1903年要付相当于全年财政收入44.7%的债务利息加本金还要严重得多。这就逼着佛罗伦萨人在金融创新上着手，想法把债务期限延长。

当时，西欧政府惯用的证券有三种。

第一种是人寿年金。只要购买者证明其身体健康即可申购，买后投资者在去世之前每年可得到5%~8%的回报，去世之后政府的支付义务即结束。这种债券广受欢迎。尽管对于具体的个人而言，这种债的实际期限不确定，但对于发债的政府，这些人寿年金债券的平均期限为二三十年，能达到不错的平摊支付压力的效果，增加政府的负债能力。该债券品种尤其在15、16世纪的荷兰以及后来的英国广泛使用。

第二种是嫁妆礼基金券。一般在女儿出生几年内，父母即从政府手里买些嫁妆礼基金券，让政府融资。在他们的女儿出嫁前发券方不付任何利息，但在女儿出嫁时父母可得到本金加累计的利息，用作嫁妆礼。但是，如果女儿在15年内不嫁或者出家做修女（当时约占女孩的四分之一），那么父母就永远得不到回报，政府就没有债务了。1425年，佛罗伦萨就设立过这类嫁妆礼基金，在威尼斯等南欧城邦也流行过。实际债务期限平均在10年以上。

第三种干脆就是无期债券，没有到期日。这当然能大大扩大政府的负债能力。

前面讲到1715年荷兰的国债余额为其国民收入的2倍多，英国的是80%，它们主要利用长期债券渡过财政难关。英国那年的国债大约为6000万英镑，[19]其中，1640万英镑是无期限国债，利息在5%~6%之间，主要由英格兰银行、东印度公司和南海公司持有；1260万英镑分别是99年期和32年期的年金债券（不是人寿年金）；1140万英镑是彩票债券，32年到期，年利率至少为6.84%，但根据抽彩结果，利率最高可以达到8%；剩下的为短期和其他长期债。1717年后，无期限国债和长期年金债利率都被重新调低到4%左右。

跟同期的西欧政府比，中国宋、元、明的朝廷没那么幸运，无法通过发行无期限国债或任何超过一年期限的债券让它们挽救或延长其王朝生命。它们甚至没有晚清政府那么幸运，因为在甲午战争之后，虽然甲午赔款、庚子赔款是无理强加的，但清政府毕竟能从外国银行借到36年期限5%年息的债务，帮助它度过亡国的危机，延长了清朝的寿命。根据当时人们对国债的根本性否定态度，借外债当然更无法接受，但那总比让中国成为殖民地好。

在建立国债市场方面，日本走在了中国的前面。据朱荫贵先生考证，[20]1870—1880年，日本政府发行的内外公债总额达2.4亿日元，这些公债用来赎回大名和武士的封建权利、替大名偿还新旧债务，但更重要的是用于修筑铁路、开发矿山和建筑港口及道路，类似20世纪90年代中后期中国政府公债的用途。此外，1868年4月，明治政府以“振兴产业，发展贸易”的名义发行了4800万元太政官纸币，1869年9月再发行750万民部省纸币，1871年10月发行了680万大藏省兑换券。我们看到，明治维新时期日本敢于利用公债支持发展，而同期清廷还忙于往国库里存银子。结果，到甲午战争时，两国的国力已大相径庭。

甲午战败后，社会方方面面的危机感大升，将“强国”运动推向高潮。

中国的第一个现代银行——中国通商银行于1897年创建，之后银行业有了较快速的发展。国内债券市场的真正发展起始于民国初期的1914年左右。由于北洋政府在一战期间难以举借新的外债，便转向国内发行公债。1912—1926年，政府共发公债27种，总计6.12亿元。[21]此后经过进一步发展，到1949年，公债市场已具备相当规模。虽然国内债券市场在20世纪50年代后期基本停止了，但在1982年之后又陆续得到恢

复。借助1949年前银行、股票市场以及债券市场的发展经验，这种恢复银行与证券市场的工作进行得较快。由于现代银行金融机构的网络已遍及全国，中国在过去二十几年的公债融资能力不断提高。

现在中国的国债期限最高为30年，这种期限已为中国经济渡过像亚洲金融危机、每年财政赤字这样的挑战提供了方便，使现在的中国比历史上任何朝代更有能力缓解财政危机。

什么情况下发行公债能够增强国力

前面讲了这么多，我们可能还是不清楚为什么现在的中国、美国，还有当年的西欧、日本靠债务发展得越来越强盛，而王朝时期的中国、印度、土耳其，还有当年的中东、非洲国家尽量往国库里存钱，反而越存越穷？之所以两种国策带来不同结局，部分原因在于把金银存到国库之后，实际上是把本来有资本属性、能进一步生钱的金银变成了死财富，扼杀了其促进经济发展的流通能力，使这些金银变成了博物馆里的陈列品，而不是资本。

我们这里不是说无论在何种情况下都应该借最多的债、无谓地制造赤字，更不是说无论政府怎样花钱，无论政府的预算过程是否受到民主监督，靠赤字支持政府开支都比存国库更好。一些基本的权力监督与制衡是必要条件。

为了便于理解，我们可以把国家看成一个公司，从公司财务的角度来看待国家理财问题。首先，如果国家借债的利息是20%，而国家投资项目的回报率只有2%，这里国债利率是成本，投资回报率是收入，那么国家开支的项目每年要亏损18%。在这种情况下，除了必不可少的国家开支外，政府应该停止、减少开支，尤其不应该通过赤字、国债来让政府浪费钱，应该降低税负。如果是这样，政府的确要尽量存钱，以防未来出现财政危机时要花20%的利息去借债。在这个意义上，由于中国历朝的民间借贷利率都在20%、30%或更高，同时因抑商而投资项目很少，回报率也低，像在1934年民国时期的土地投资租金回报率一年在8%~15%之间，[22]远低于借贷利率，所以各朝代的理性国策是多往国库存钱，少花钱，也少征税。换言之，过去金融市场的不发达迫使朝廷多存钱。

当然，如果政府开支只是用于消费、挥霍，而不是花在有回报的资

本性项目上，那么其开支的回报率等于零。像近些年有些政府大兴土木，盖各种超级豪华办公楼，这些形象工程项目是纯粹的挥霍消费，带来的是零回报。在这种情况下，不管国债利率多低，也应该极力限制政府开支。

相反，如果国债利率低于国家开支项目的回报率，那么往国库存钱只会阻碍国力的增长，使国家衰退。

所以，决定经济国策的两个关键要素是国债利率和国家投资回报率，前者取决于金融市场的发达程度，后者取决于国家制度是否有利于市场交易。下面，我们可从这两个角度来审视中国和其他国家的经历。

之所以1600年左右靠国债发展的西欧国家越来越强盛，而国库广存金银的国家每况愈下，是因为：一方面，西欧国家越来越发达的长期债券市场使其债息不断降低；另一方面，它们在大西洋、印度洋的贸易给它们带来日益上升的投资经营回报率。以英国为例，1715年时它的国债平均利率在6.3%左右，到1717年降至4%左右。英国在1688年“光荣革命”之后，请来荷兰的王子做其国王，该王子带来的不只是他自己和荷兰亲戚，让荷兰不再跟英国作战，而且把当时荷兰拥有的西欧最发达的金融技术带到英国，其中最重要的可能是金融中介公司的信用增强作用。换句话说，如果是英国政府自己对投资者负责，市场投资者可能对未来的不确定性有所顾忌，怕政府不认账，但是在英格兰银行于1694年成立之后，该银行自身是独立法人，也有外部股东（英格兰银行是上市公司），当英国政府把1000万英镑的国债委托英格兰银行承销时，这国债的背后不仅有英国的税收、政府信用做支持，而且英格兰银行也是重要的后盾，有该银行提供的增强信用，投资者显然更放心，要求的利息（包含风险溢价）也就低，因为万一出事，英格兰银行的股东要承担损失。那时，东印度公司和南海公司在证券市场的信誉也非常好，所以英国政府先把债券卖给这两家上市公司，然后由它们再以出售股票的形式从市场融资。有了第三方在中间增强信用，政府公债的利息即可大大降低，这两家上市公司实际上也算是证券中介公司。英格兰银行甚至能以1.5%的年利率帮英国政府借国债！[23]这是当时任何其他国家做不到的。在这种情况下，只要投资回报率高于4%，英国通过借国债发展就会净赚！

中国近几年的国债利息在3%～4.5%之间，这种低利息一方面得益于自1897年后中国银行业的不断发展，另一方面也得益于现代通信和运输网络，使债券销售更加方便快捷，扩大了银行体系和证券市场的融资

能力。在这种情况下，只要政府的投资项目能产生高于4.5%的年回报率，那么靠扩大公债融资来刺激发展就是一项强化国力的国策。1978年改革开放以来，放开了的市场经济加上积极的对外开放使中国经济以平均高于9%的速度增长，使一些项目的投资回报率可能超过国债利率，于是赤字和国债就成了国力上升的催化剂。这可能是最近二十几年虽然中国的财政赤字越来越大而国力却越来越强的道理所在。当然，过去这些年国债投资项目的回报是否真的高于国债利息，这本身是一个值得用数据做进一步研究的问题。

我们也可借助此分析框架来看看甲午赔款、庚子赔款后清政府的选择。当时的英、德、法、俄银行以5%左右的利息借给清政府外债。关于那两次战争以及其赔款本身的事，是本文之外的话题，我们只谈这些国债融资是否帮助了清朝。在中国当时没有债券市场的情况下，一方面，除了外债别无出路，另一方面，这种5%的利息在当时的中国是几乎不可能找到的。特别是当时由汇丰银行等发行的铁路外债，其利息也基本在5%上下。[24]按照我们上面的分析，只要当时的项目投资回报率在5%以上，利用这些外资来发展中国经济应该是好事，应该不失为一项好国策，那样也可能让国力像最近二十几年一样发展。实际上，那一时期的工业化、外贸行业已有所发展，但是由于传统理财观念对债务的抵触，再加上历史境遇、民众情绪等因素的影响，当时的中国没能借外国发达的资本市场来提升自己的国力。

说到底，是应该往国库多存钱，还是把收入都花掉，甚至借国债发展，答案取决于长期资本市场的发达程度，也取决于国家的政治制度和经济制度，前者决定公债利息成本的高低，后者决定政府投资的效率以及回报的高低。由于金融发展也取决于国家制度资本，所以，最终是制度决定了国策模式。

加税或国债：哪种更好

上面的分析中，我们没有把征税问题跟发债决策放在一起来考虑。换言之，假如国家有高回报率的开支或投资项目，那么所需资金是靠发国债，还是靠征更多的税，哪个更好呢？我们可能会认为，反正羊毛出在羊身上，与其借债，还不如由老百姓先缴税。

以美国的做法为例：美国2005年的财政赤字是3183亿美元，占财政收入的15%，跟中国财政赤字占财政收入的百分比几乎一样。2005年

联邦政府的债券利息开支为1840亿美元，占全年财政开支的约8%。美国国债余额约9万亿美元。尽管如此，美国政府不仅不增加税率、不要老百姓多缴税还债，反而还在布什政府期间不断减税。这是怎么回事？这不仅有悖于我们传统的理财理念，而且有悖于一般的常理。——美国的经济政策真的有损其国力吗？

其实不然。我们可以算一笔简单的经济账。答案的关键还在于政府的融资成本和民间的投资回报率，只要纳税人的投资回报率高于政府公债利息，最优的国策是：少征税，把钱留给老百姓去投资创业，藏富于民，政府尽量用公债来补充财政赤字。

相反，如果公债利息高于民间投资回报率，那么靠赤字负债发展就是下策。同时，如果政府的投资回报低于民间投资回报，政府就既不应该借债发展，也不应该加税，而是要减税和退税。

举例说，假设所得税是20%，政府公债利息永远为5%。先假定老百姓的投资回报率今后每年都是6%。在这种情况下，如果少向老百姓征收1万元税，那么老百姓把这1万元投资后，第一年得到600元税前回报，其中120元缴税，剩下的480元加本金1万元重新用于投资；第二年得到628.8元税前回报，其中125.76元缴税，剩下的503.04元加本金1万元再用于投资；以此类推下去，年复一年，不仅老百姓的财富越滚越大，而且政府的税收也按每年4.8%的速度增长，政府得到的是一个永久的税收流，这个税收流的总折现值为6万元（以政府公债利息5%作为折现率）。换言之，如果政府通过借债维系开支，把更多钱留给老百姓投资，那么今天每少收1万元的税，实际上政府最终得到的是6万元的未来收入流，让国家财富净增5万元。

如果老百姓的投资回报率是5%，那么政府通过减税得到的额外好处为零；而如果投资回报率低于5%，则减税会吃亏。当然，如果民间投资回报远高于5%的国债利息，那么借国债并同时减税就让这个国家发横财了！其妙诀在于让老百姓的收入变成资本后，就能通过利滚利、钱生钱让国力和民财同时上涨。当民间的投资回报很可观的时候，政府再增加征税等于“杀鸡取卵”，害民又损己。

上面的例子当然有一些理想化的假设。比如，在现实中，政府公债利息可能会不断波动，民间投资回报也会时高时低。如果是这样，那么，只有在民间投资回报与国债利率之差更大的时候，“发国债同时又减税”的国策才最优。

不管怎样，这个例子基本反映了美国二战之后经济国策的总体逻辑。美国的资本市场最发达，给美国政府提供了无限的将未来收入证券化变现的能力。由于人们对美国国家实力非常有信心，美元和美国政府公债长期以来是世界投资者最为放心的增值保值手段，因此其公债利息近几年保持在4%左右，这是美国老百姓无法得到的融资成本。换句话说，如果美国民间要借钱投资，他们需要支付的利息远比美国政府要支付的利息高，在这种情况下，与其由个人或私人公司去借钱，还不如由美国政府代替老百姓借，并同时通过减税让老百姓把钱留着自己去投资！那么，美国民间的投资回报如何呢？以美国股市为例，从1926年至今，平均年回报率为10%；在二战以后，平均年回报为12%。相比之下，这期间的政府公债利息平均在6%左右。也就是说，1926年至今，民间投资回报率与政府公债成本间的差平均在4%，二战后为6%。

外国人和外国政府喜欢买美国国债，美国政府用低息借到这些钱后，通过减税把钱转给美国老百姓去做股票等生产性资产的投资，这种策略的效果是让美国财富超速增长。这就是自己有鸡再“借鸡生蛋”的效果。

由此，我们终于明白了美国靠赤字、靠国债、靠减税做强的道理了。

那么，什么时候要开始逆转靠赤字发展的国策呢？一旦民间投资回报率相对公债利率太低，就是放弃赤字的时候。

靠国债能否长期促增长

本章的分析让我们大致能看清过去西欧、美国以及今天中国的国策逻辑，也是日本在明治时期及1990年后的经济政策逻辑。发展证券市场特别是长期资本市场，让政府退出经济管制、放开市场空间，这是其中的两个关键。

如果中国继续靠国债促进内需增长，以此带动经济增长，那么这种模式还能持续多少年呢？这当然是个难以回答的问题。现代证券金融技术使现代中国实际国力比历朝历代都强。相对今天美国、日本以及西欧的国债负债水平而言，中国的负债不算高，还有一些赤字空间。但是，在进一步靠公债发展之前，有必要审视一下今天所处的状况。

第一，据《福布斯》杂志的计算，今天中国人的税负排世界第二，

政府财政收入占GDP的20%有余。但财政开支除用于社会保障、医疗保险，还有不少其他用途。根据中央财经大学民间金融课题组2006年初对27个省市借贷利率的调查，全国民间借贷利率平均为16.4%，[25]其中借方以企业为多，这说明它们的资金使用后回报率至少在16.4%以上，远高于4%左右的国债利率。减税让更多的钱留在民间，显然会创造更多财富。

第二，过去二十几年，特别是1994年后，相当一部分公债被投到各类形象工程，或者是这些债券融资虽然没有直接投入形象工程，但间接地让一些挥霍性工程的上马成为可能，造成了大量浪费。比如，2005年中华人民共和国审计署的审计结果表明，部分城市基础设施国债项目（包括污水处理）效果差，城建项目中有许多由于规划不当、管理不善、设备不合格以及工程质量缺陷等原因，存在严重的损失浪费问题。这些项目的投资回报是否赶得上4%左右的国债利率，显然是个大问号。

第三，给政府部门更多的钱花，也会滋生贪污腐败，导致更多的地区间、城乡间以及社会群体间的机会不平等。[26]特别是在缺乏实质性权力制约、财政预算过程不透明的情况下，政府开支的分配也很难做到公平、公正。

不同国家以前的不同经历或许可以给我们一些启示。20世纪三四十年代的国民政府也得到当时快速发展的国内债券市场的帮助，加上对银行的国有控制，让政府能同时发公债、操纵货币，以多种方式解救财政与金融危机。但是，由于军政府权力不受实质性制约，腐败盛行，债券市场帮助政府平摊支付压力的能力再大，也无法对冲掉制度缺陷所注定的命运。1997—1998年亚洲金融危机期间，许多人把印度尼西亚、马来西亚、泰国、韩国遭遇的困境归结于外债，说是这些国家对外债的依赖使它们受重挫。从表面看好像如此，但其根本原因不是它们的外债太多，而是它们普遍缺乏对权力的制度化约束，暗箱操作滋生腐败，政府财政和外债被当权者私用。

相比之下，美国、日本等国家都是高负债国家，但并未像20世纪90年代的亚洲国家，以及过去20年里的拉美国家那样因国债、外债而频繁出现危机和社会动乱。这是为什么呢？

答案还在制度资本上，在对权力的制约以及政府预算过程是否透明上。实际上，不只是当今世界不同国家承受公债的能力千差万别，即使回到历史上也如此。比如，16—17世纪时荷兰的国债比西班牙高很多，1650年时荷兰国债折合人均1.6公斤银子，而西班牙国债仅折合人均0.6

公斤银子，[27]但前者的国债利息在3%~5%之间，西班牙在16世纪要支付10%以上的利息。荷兰没有因这种国债而衰败，而西班牙则从17世纪中叶开始衰落。18世纪中叶，英国的人均国债高于法国，但由于利息只有法国的一半，高负债不仅没拖垮英国，反而让英国不断强盛。英国以及当年的荷兰的国债融资成本之所以比法国的低一半，其证券市场也比法国更发达，根本原因与1688年英国“光荣革命”之后所巩固的宪政制衡有关，那次革命之后英国王权受到议会的进一步制约，使国王不能随意征税、不能侵犯私人财产，财产税等只能由议会立法。由于议会更能代表社会的利益，并且其立法与决策过程也非常透明，这使证券投资者对政府有充分的信任，因此很愿意买英国的国债，而且要求的利息（融资成本）也不高。相比之下，西班牙、法国的王权不受制约，国王的决策过程又不透明，多次对其国债赖账、拖欠利息，这些都无法让投资者对集权政府有信心，其结果可想而知。由此可见，一个国家是否能长久靠赤字加国债发展，跟其制度架构分不开。

在经济增长的初期，增长的确可以是粗放式、高能耗、低经济回报，但不能总是靠刺激增长。正如前面所说，如果政府投资回报长期低于公债利率，如果财政长期被用于为寻租行为提供基础，那么靠赤字或靠税收支持的财政开支只会是无谓地烧钱，使政府的偿债能力快速下降，带来社会动荡。

因此，中国一方面应该减税，至少应该控制税负的增长，藏富于民，同时进一步让市场真正发挥作用，提高民间创业与投资的回报；另一方面，可继续依靠国债促进发展。但是，这两方面都有一个共同的前提，就是要推进体制改革，否则，通过发债、刺激等举措来推动发展的空间就会越来越小，靠赤字发展就没有希望。

---

[1] 原文刊于《经济观察报》，2006年10月23日。其中第一部分曾刊于《证券市场周刊》，2006年9月30日。特别感谢彭凯翔、袁为鹏、韦森、刘光临、龙登高、杨培鸿、李利明、李健、李凌峰、汪姜维、岑科在本文写作和修改过程中提供的帮助与建议。

[2] 资料来源：1838—1849年的数据引自张国辉《中国金融通史》第二卷；1885—1894年的岁入数据来自申学锋《清代财政收入规模与结构变化述论》，《北京社会科学》2002年第1期；1885—1894年开支数据源自陈锋《清代财政支出政策与支出结构的变动》，《江汉论坛》2000年第5期；1896之后的资料引自唐贤兴、卢向国和牛纪伟《晚清政府贫困化与中国早期现代化的受挫》，《文史哲》1998年第2期。

[3] 资料引自唐贤兴、卢向国和牛纪伟《晚清政府贫困化与中国早期现代化的受挫》，《文史哲》1998年第2期。

[4] 陈锋：“清代财政支出政策与支出结构的变动”，《江汉论坛》，2000年第5期。

[5] James MacDonald，*A Free Nation Deep in Debt: The financial Roots of Democrac*，Farrar，Strausand Giroux，2003.

[6] Guanglin Liu， *Wrestling for Power: The State and the Economy in Later Imperial China 1000-1770*，Department of East Asian Languages and Civilizations，Harvard University，2005.

[7] James MacDonald, *A Free Nation Deep in Debt: The financial Roots of Democrac*, Farrar, Straus and Giroux, 2003，pp.153, 186.

[8] 《明史》卷二二〇，中华书局，1974年。

[9] 王昊："论崇祯帝"，《史学集刊》，2001年第4期。

[10] Guanglin liu, *Wrestling for Power: The State and the Economy in Later Imperial China 10001770*。宋代的加速集权也是学界的共识，见赵向标、刘松岭、张满弓主编《中国通史》中卷，新疆人民出版社，2002年。

[11] 汪圣铎：《两宋货币史》，社会科学文献出版社，2003年。

[12] 张国辉，《中国金融通史》第二卷，中国金融出版社，2003年。

[13] 同上。

[14] James MacDonald, *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy*, Farrar, Straus and Giroux, 2003, p.136.

[15] 彭泽益：《十九世纪后半期的中国财政与经济》，人民出版社，1983年，第150—152页。

[16] 同上，第150页。

[17] 陈志武："再谈西方的兴起"，《证券市场周刊》，2006年9月4日。

[18] James MacDonald， *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy*, Farrar, Straus and Giroux, 2003, p. 88.

[19] James MacDonald， *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy*，Farrar, Strausand Giroux, 2003, pp. 186-187.

[20] 朱荫贵："中日早期现代化中资金问题的比较研究（1870—1911年）"，《上海行政学院学报》，2001年第3期。

[21] 张春廷："中国证券市场发展简史（清朝晚期）"，《证券市场导报》，2001年第4期。

[22] 土地委员会编，《全国土地调查报告纲要》土地调查报告第一种，第30表，民国二十六年。

[23] James MacDonald， *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy*, Farrar, Straus and Giroux, 2003, p. 187.

[24] Wilhelm Kuhlmann，*China's Foreign Debt: 1865-1982*, Germany, 1983.

[25] 田光宁："调控背景下民间金融繁荣生存：平均利率16.4%"，《中国经营报》，2006年9月10日。

[26] 陈志武："国有制和政府管理制真的能促进平衡发展吗？——收入机会的政治经济学"，《经济观察报》，2006年1月2日。

[27] James MacDonald， *A Free Nation Deep In Debt: The Financial Roots of Democracy*, Farrar, Straus and Giroux, 2003, p. 152.

第7章

政府有钱，不如民间富有[1]

在前面，我们谈到这样一个事实：如果把公元1600年时的国家分成两组，一组是国库深藏万宝的国家，如明朝中国、印度、土耳其、日本；另一组负债累累，像西班牙、英国、法国、荷兰、意大利城邦。那么，从17世纪到19世纪、20世纪，哪组国家发展得更好呢？当年国库藏宝万块的，除日本于19世纪后期通过明治维新改变命运外，其余的到今天都还是发展中国家，而当时负债累累的国家，今天都已是发达国家。

几个世纪前的场景今天再次出现，中国以及其他发展中国家外汇储备数万亿美元，而发达国家则负债累累，尤其是在2008年金融危机爆发后。不过，未来历史会如何演变呢？

在这种时刻，重新回顾上一章以及其中的故事和逻辑，意义具体又特殊。为什么当年负债累累的国家后来良性发展，孕育出民主、自由与繁荣，而政府国库充盈的国家后来却停滞不前，甚至走向衰败？为什么不管是过去还是现在，一国的民主法治似乎跟其政府负债水平高度相关？借钱花的国家反而比努力存钱的国家更能催生出某种制度？“政府总是缺钱”是否成了民主宪政制度的催化剂？

人间之事，有时就是这么不可思议。表面看，国家借钱花好像不好，但是，从更深层思考，或许，不需要借钱花的政府反倒容易滋生腐败专制，侵犯民间权利，抑制个人创造力，不思进取，就像富家子弟更容易横行霸道、不思奋发一样。只有当政府的开支总是不够或者刚好够，需要经常借债、与民间讨价还价的时候，权力才可能愿意接受约束，权力制衡制度才有机会成为现实，民间的创造空间才能被解放。

为什么美国自独立起就必须靠借债

对美国历史，我们一般熟悉其政治史，知道北美13个殖民地于1776年7月4日宣布独立，1787年的制宪会议通过《美国宪法》，等等，但未必了解美国政府历来是多么穷，未必熟悉金融借贷在美国发展中的支柱作用。

从1607年开始，英国人陆续冒险到北美，先后由独立的股份有限公司建立13个殖民地，包括今天的弗吉尼亚州、宾夕法尼亚州、马萨诸塞州等。直到18世纪中期之前，英国对这些殖民地除了花钱提供安全保障外，基本放任不管。比如，1754—1760年，英国皇家军队跟法国连续作战，以保护这些北美殖民地。到1763年，法国在北美、欧洲大陆两个战场上向英国认输，同意把加拿大割让给英国。

乔治三世于1760年登基，继任英国国王，当时他22岁。由于英国在北美、欧洲大陆连续跟法国作战达9年之久，到1763年战争结束时，英国政府面临严重的财政危机。这时，年轻的国王想，北美13个殖民地享受英国保护一个半世纪，但没有给英国任何财务支持，该是它们报效英国的时候了，至少应该缴税供养驻扎在北美的军队。在乔治三世的授意下，英国议会于1764年通过《食糖法》和《货币法》，前者要求13个殖民地向英国缴各类消费品进口关税（包括食糖、纺织品、咖啡和酒），后者禁止殖民地自己发行任何纸币，只能使用英国货币。1765年，议会通过《印花税法》，要求北美殖民地为各类书刊等出版物向英国缴税。1767年，通过《汤森法案》，要求殖民地为纸、玻璃、茶等日用品缴税。

乔治三世的一系列立法和试图收紧控制北美的政策，引发了殖民地居民的反抗，殖民地人在英国没有代表权、投票权，却要向英国缴税？！一些革命组织团体抵制英货、挑战英国军队。1770年3月5日，一群人在波士顿围住一队英国士兵起哄，后来局势失控，发生冲突，英方士兵开枪打死5个当地人。这就是著名的波士顿屠杀案，屠杀激起了殖民地人民的愤怒，压力之下，英国议会同年废除《汤森法案》，但保留对茶叶征税。

1773年，英国议会把北美殖民地的茶叶贸易垄断权授予英国东印度公司。当年12月，一群革命人士假扮成印第安人，登上三艘停留在波士顿港口的东印度公司运茶叶的船，炸开340个货箱，将大量茶叶扔到海里。这就是著名的“波士顿倾茶事件”。那次标志性事件使北美殖民地跟英国的矛盾大大升级，逼着英国政府下决心对北美殖民地进行整治。

接下来，英国议会在1774年通过四项新法，统称为《不可容忍法案》（Intolerable Acts），命令皇家海军封锁波士顿海港，要求波士顿政府全额赔偿所倾茶叶，禁止马萨诸塞各地的群众集会，宣布英军可以随意住进殖民地老百姓家里，等等。对马萨诸塞的居民来说，这些法案当然是火上浇油，北美殖民地老百姓也都被激怒了。随即，第一届大陆

会议成立，呼吁殖民地百姓武装组织起来，共同与英国作战。

为整治叛乱，英军到处查探民兵练习地和武器库。由于听说波士顿远郊的列克星敦镇是革命者的基地并藏有大量武器，1775年4月19日，英军派出千余士兵赶往列克星敦镇，结果与殖民地民兵组织发生冲突，打响了美国独立战争的第一枪。随后，其他殖民地的自发武装团体闻讯也迅速赶来支援。双方增兵两个月后，6月19日展开一场大战，英方伤亡1000多士兵，殖民地一方死亡500余名。

独立战争就这样开始了。1775年6月，第二届大陆会议选举华盛顿为大陆军总司令，正式与英军作战。为了避免战争对波士顿伤害太大，1776年3月17日，华盛顿迫使英军将战场往南转移到今天的纽约市周围。

1776年7月4日，华盛顿的军队汇集在纽约曼哈顿南端，而英国皇家海军正在调集100多艘战船、3万多正规军，准备集中攻打守在曼哈顿、几乎没有受过正规训练的1万名大陆军，而且华盛顿的大陆军没有任何战船。可以想象，这种不对称实力会给华盛顿军队的士气带来多大的冲击。好在那天，华盛顿得到第二届大陆会议宣布美国独立的消息，让其军队多少得到一些鼓舞。尽管如此，8月27日，英国皇家海军轻而易举夺下曼哈顿边上的长岛，大陆军惨败。之后，华盛顿采取边退边打的游击战，开始了跟英军长达四年、辗转南北的拖延战术。

实际上，宣布独立不久的美国，最大的挑战并不在同英军作战的战场上，而在经费的来源上。起初，第一届大陆会议考虑过在各州征税，但是，怎么能在当时美国的13州征税呢？美国独立的起因就是由于英国对它们征税失控，这一背景决定了美国独立战争以及之后政府的开支不能靠大规模加税来维持。试想：如果新成立的政府也要大量征税，那为什么还要独立？

当时，13个州的政府本身就很小，没什么税收，没有政府军队，更没有州政府财产或者“国有企业”。美国联邦政府又不存在，是真正白手起家。所以，各届大陆会议只能靠印纸币、借债来寻求财务支持。这就是为什么美国从立国之初，就要靠金融和债务市场。

但是，那时期美国不仅没有联邦政府，更没有收税机构或中央银行，“大陆币”、战争债难有市场。1776—1788年，大陆会议政府不断出现经费困难的情况，几次让独立运动濒于破产，差点使北美重回英国怀抱！

具体来说，独立战争开支主要依靠以下来源：第一，由政府发行“大陆币”，在1775—1780年间共印了37次“大陆币”；第二，由大陆会议政府发行债券，尽管谁都不知道那些债务将来靠什么偿还；第三，13州的份子贡献，由各州自己发行战争债提供；第四，从法国借来的贷款；第五，给士兵、供货商写欠条。

1775年6月3日，大陆会议授权发行首批公债，融资600万英镑，用于买军火。但是，那时的独立运动激进派，主张以发行“大陆币”纸币为主要战争融资手段，他们的计划是，如果钞票太多导致通货膨胀，大陆会议政府可以强行禁止民间涨价！这种偏好很好理解，如果开动印钞机就能有钱花，谁还去发债券融资？这种一边印纸币、一边禁止涨价的做法，短期效果还可以，只是长期难以持续。

可是，仅发行“大陆币”还不行，由于当时的军火是从欧洲买进，而欧洲不认“大陆币”，所以，独立运动必须有国际认可的通货才能买军火。为此，他们必须发债券融资。一般的做法是，债券发行时以黄金、白银、英镑等国际通货购买，而后政府用“大陆币”或者“大陆币”票据支付利息、偿还本金。

1776年10月3日，大陆会议政府发行第二批债券，年息4%，面值共500万“大陆币”。为了发行这笔债券，大陆会议政府在各州设立“大陆借款办公室”（Continental Loan Office），专门负责政府债的销售和之后的利息支付服务。这相当于美国最早遍及全国的投资银行销售与服务网，是现代证券市场的雏形。它们采用各种手段推销。比如，1776年11月，13州的大陆借款办公室出售了大量彩票，中奖者得到的不是现金，而是一些年息4%、期限3年以上的公债。通过彩票销售为独立战争借债融资，头几年很成功。

只是到1780年下半年，政府债已经没人买了；各州也弹尽粮绝，不愿再发债奉献了；大多数士兵的服役期到年底就结束，不愿继续接收欠条作军饷。在战场上，华盛顿的军队几乎看不到胜利的希望。眼看着大陆军要失败，几乎没人再愿意接受“大陆币”，多印钞票已经行不通。

独立运动快要夭折之际，华盛顿派助理前往法国，成功说服法国国王再借250万法国金币给美国。贷款没到之前，后来成为美国第一任财政部长的亚历山大·汉密尔顿就先将其做抵押，通过贷款立即得到救命钱，让大陆军维系到1781年9月。最终，在法国海军的支持下，大陆军于1781年9月在南方港口城市约克镇打赢了关键一战，迫使英军投降，从此扭转独立战争的局面。1783年9月3日，英国签署《巴黎条约》，承

认美国独立。一个年轻国家就这样靠举债存活下来。

由于美国独立运动的特殊背景，整个战争不能靠征税支持，各州政府又很穷，所以只能靠借债。在连大陆会议政府、13个州政府自己都不知道未来靠什么收入来还债的情况下，独立运动居然能在1775—1780年的6年时间里连续发债，这当然是奇迹。如果没有美国本土的私人投资者、法国与西班牙国王、荷兰投资者的债务支持，可能就不会有今天的美国，金融就是这样影响历史的。

大量债务逼着美国发展资本市场

1783年，美国独立战争正式结束，但是，建国的挑战却刚刚开始。美国成立时，英国人没有留下任何财产，新政府很穷。就在《美国宪法》签署的1789年，也就是在清朝国库存银6000多万两银子的时候，[2]美国政府的外债和内债是如此之多，不管从哪种意义上讲，新生的美国都是一个破产的国家。当时政府税收极少，维系债务的唯一办法就是以新“借条”还老“借条”。

如果说2008年的全球金融危机是因美国联邦政府、地方政府、企业、家庭写“借条”太多，债务泛滥而产生的，那么，1788年时，美国货币、贷款、债券种类并没有少太多，仅各类战争债、州政府债、社区债所用到的支付货币就五花八门，有的以“老大陆币”、“新大陆币”、墨西哥银圆、西班牙银圆、英镑为支付货币，有的债券干脆就没注明以什么货币支付。整个金融市场一片混乱，许多债券的价格不到其面值的10%，基本无人问津，商品市场也难有秩序。这种乱局严重影响人们对美国前景的信心，威胁新合众国的命运。

怎么处理这些公债，让新合众国站起来呢？早在1781年，独立运动的第一位财务总长罗伯特·莫里斯（Robert Morris）就做过努力，特别是在那年9月大陆军取得约克镇大捷之后，他知道，如果大陆会议政府不把这些战争债处理好，刚刚产生的美国就会迅速死亡。莫里斯当时研究过英格兰银行的兴起对英国崛起的贡献，很熟悉债务可以变成通货、变成社会财富载体的道理。

关于如何处理战争债问题，当时的大陆会议议员中有两派。一派以保守的农场主为主，他们认为，应该把这些战争债通过多印纸币一次还清，也就是，用通货膨胀的办法推掉战争时期欠下的公债，变相让老百

姓、外国投资者一次性分摊这些债务负担。当然，这样做的风险是，老百姓和债券持有者会暴动，独立运动的命运有可能会终结。

但是，莫里斯代表的一派不想这样，他认为，这么多的债不可能，也不应该一次付完，而应通过政府持续征税、按季度付利息，将这些债券和票据长期延续下去。这样做的效果是，让这些债权代表获取未来定期的固定收入流的权利，让它们成为金融投资资产，也就是让债权成为流动起来的资本。[3]在莫里斯看来：第一，为了每季度付利息，联邦政府必须在各州征税，没有任何东西比经常性的赋税更能将各州凝聚在一起，筑起一个团结一心的新合众国；第二，赋税能提醒每位公民，要关心国家公共事务、关心政治，因为这涉及他们自己的切身利益；第三，债务一方面是负面的负担，是不好的，但另一面代表的则是“信用”，代表着流动的价值（未来收入流的价值），所以，如果不付完这些公债，社会中的流动性不是更多、更有利于经济增长了吗？保留这些公债反而更有益。

莫里斯估算了一下，如果不一次还清战争债，大约每年需要支付利息200万美元，按当时的国民收入计算，这是一大笔钱。1782年7月29日，他向大陆会议提交一份议案，建议为了支付这200万美元的年息，在各州推出四种税：进口税、土地税、人头税、饮酒税，各贡献50万美元。可是，由于农场主的反对，加上独立战争结束后政府再发债的必要性暂时消失，更何况没有人愿意多加税，莫里斯的议案在大陆会议中拖了一年多也没通过。1784年11月，莫里斯辞职从商。[4]

莫里斯1783年的议案未能通过，债务负担一直困扰着美国。1789年，各州签署《美国宪法》，正式成立美利坚合众国，国会选举华盛顿为第一任总统。随即，华盛顿任命亚历山大·汉密尔顿为美国第一任财政部长，他的首要任务是对付巨额公债。这种“穷政府”或说“已破产政府”的局面，使得华盛顿和汉密尔顿不可能表现出“权力傲慢”，而是必须讨好老百姓，尊重民众权利，赢得金融市场的信任。

1790年1月，33岁的财政部长汉密尔顿向国会递交一份债务重组计划，要求按面值100%兑现在1788年宪法通过之前发行的所有公债，包括联邦与地方政府发的各种战争债、独立战争军队签的各类借条，所有债务由联邦政府全额承担。为了实现承诺，联邦政府发行三只新债券，头两只债券年息6%（一只于1791年1月开始付息，另一只到1801年才付息），第三只债券的年息只有3%。换言之，由这三只可以自由交易的债券取代原来五花八门的战争债，大大简化新国家的债务局面。

今天来看，汉密尔顿的债务重组举措，好像只是一种简单的债务证券化运作，但是，他的天才创新在于，这三只债券埋下了纽约证券交易所，也就是“华尔街”的种子，因为这些债券从1790年10月上市交易后，加上次年由汉密尔顿推出的“美国银行”（Bank of the United States）股票，立即将市场关注聚焦在这四只证券上，强化价格发现机制，提升流动性，集中展现市场活力。换句话说，原来的成百上千种债券、借款条即使能够换手交易，由于种类太多、条款各异，无法形成证券市场气候，市场活力起不来，证券价格自然不会高，流动性也会差。但是，把市场注意力集中到四只证券上后，情况就大为不同。比如，这样集中之后，更方便外国投资者认购。到1804年时，53%的美国政府公债由西欧投资者持有，美国银行62%的股份在外国投资者手中。[5]

被称为“美国金融之父”的汉密尔顿继承了莫里斯的金融思路，其创举的意义在于，让这三只债券成为反映美国未来前景的晴雨表，债券价格就是市场对美国未来的定价。汉密尔顿承认所有战争债的承诺，振奋了市场对美国未来的信心，使这些债券价格随即猛涨，到1791年底，债券市价甚至超过面值！从此美国资本市场一发不可收拾，投资与投机交易都很活跃。1803年，美国政府通过向国内外投资者发公债，融资买下路易斯安那，使美国领土面积翻倍。证券市场就这样为美国的成长服务，为之后的工业革命、科技创新效劳。

“政府穷、民间富”催生出的制度与文明

美国的起点是政府穷、民间富，逼着政府求助于金融债券、求助于民间赋税。西欧民主国家的兴起也大致如此。除了法国等少数国家，欧洲城邦历来没有强势、富有的政府。像荷兰、意大利城邦国家，在经历中世纪后期连续不断的战争之后，城邦政府基本都负债累累，是典型的“政府穷、民间富”社会。那段时期，政府的战争融资需要也是推动债券市场最先在意大利城邦和荷兰发展的主因。

英国跟法国的经历形成极有意义的反差。虽然英国王室在17世纪英国革命前就逐渐出售皇家土地，但是，即使到英国内战开始的1642年，王室家产收入以及一直以来的税收还是不少。1642—1649年的长期内战消耗了王室资源，到1649年查理一世国王被送上断头台、英国共和国成立后，王室土地又被没收并低价出售。等到查理二世国王于1660年回到英国、重新登基时，王室土地所剩无几，自己的收入已无法支持皇家

日常开支，更无法供养其军队，王室很“穷”了！在这种情况下，英国议会通过法案，今后每年由议会从政府税收中拨款120万英镑，供王室自用，但是有几个条件：第一，政府征税权必须由议会控制，国王无权决定；第二，议会有权每年审查王室的开支情况，包括战争开支以及其他日常开支；第三，王室新增开支项目，必须经过议会的批准。这样，在王室所代表的“国家”与议会之间，有了相互制约的权力架构。

有意思的是，尽管王室的经费在1660年后受到议会的监督，到17世纪80年代初，查理二世的财务状况又出现膨胀。通过节约开支、改善税收机制，王室金库照样能不断增长！1685年查理二世去世，由其弟弟詹姆士二世继位。王室财大气粗之后，王权又不断膨胀，詹姆士二世国王随即解散议会，将权力集中于自己手中，这就为1688年的“光荣革命”制造了前提。1688年，英国人求助于荷兰王子威廉三世，请求他与妻子玛丽（詹姆士二世的女儿）回英国，之后，他们来到英国，逼着詹姆士二世逃亡法国，威廉三世与玛丽登基为英国的国王和王后。作为让威廉三世继承王位的条件，英国议会要求威廉三世签署《权利法案》，保证国王不会侵犯公民权利，也要求他签署其他法律，保证王室不会废除议会通过的法律，征税权继续由议会掌握，皇家召集军队必须先经过议会，公民有权拥有枪支武器，公民有言论自由，等等。这些法律奠定了现代英国自由与民主制度的框架。

当然，还有就是，王室的开支继续由议会支配。“光荣革命”之后，英国政府的开支增加，而老百姓的赋税已经足够高。在王室财产不多、税收增长又有限的情况下（“穷政府”），国债成为英国发展的必需。1693年，英格兰银行成立，其核心任务是帮助政府发行国债，但国债的决定权由下议院掌握，而不是由国王控制。英国的自由、民主、法治，就这样跟“穷政府”和国债金融市场成为一对孪生兄弟，同步发展。

法国的传统则不同，国王登基时，必须宣誓无论如何都不会出售王室土地，于是，土地财产收入和税收加在一起，使法国王室从14—17世纪一直是欧洲最富有的王室。也正因为王室太富，不需要通过议会这样的民意机构为其征税创收，跟同期其他西欧国家比，法国的议会制度在14—16世纪发展缓慢，以至到18世纪末法国大革命前，其王权专制程度超过西欧其他国家。甚至到今天，法国文化对政府集权的认同和向往程度仍然高于英国、荷兰甚至德国。

国富民穷隐藏的风险

从“穷政府”的美欧国家与政府富有国家的不同经历可以看到，自由、民主、法治跟财富在国家与民间之间的配置结构有着很微妙的相互关系，可以说，自由、民主、法治对金融市场呈现出明显的依赖。

第一，国库钱越多、朝廷银库越满，国王、皇帝的专制基础就越雄厚，因为他们不需要靠老百姓的钱养活，不需要向金融市场借钱；相反，越是朝廷或政府负债累累的国家，其国王、政府就必然依赖老百姓缴税，有求于百姓。所以，财务约束最终能制约王权，促进民主与规则的发展。不能拥有财产、不拥有经营性企业的政府，只能靠每年的税收才有钱花。那么，是不是征税越少越好呢？当然不是，税要少到刚好能支持国家的经常性开支，包括维护社会秩序、保障社会的基本生活安全、保护私人财产、维护契约权益、维持市场秩序等。那么，如果出现天灾人祸、战争、经济危机等非经常性、长期公共项目开支怎么办呢？这就需要金融市场的支持。政府通过发行国债，特别是公债，把这些非经常性开支平摊到未来许多年，由未来每年的税收补充。

也就是说，过度的国富民穷必然迫使老百姓为了生存而求着政府，当饭碗都控制在政府手里，民权与法治只好让位给权力。在朝廷富有的国度里，政府不需要发国债，金融市场当然也没必要发展，封建时期的中国、印度就是这样。相反，如果是政府穷民间富，政府有求于民间，民间权利就会发展得更充分。由于在这样的国度里政府不富有，所以，税收不够用时，就必然求助于金融借贷市场，包括债券市场。因此，金融债券市场与民主法治算得上是一对孪生兄弟，同在近代兴起，彼此相依。

第二，就如当年美国三只国债所表现的，国债的存在与交易给市场提供了评估政府政策与制度优劣的具体工具，通过国债价格的涨跌，立即反映出市场对国家未来的定价、对具体政策与制度的评估。只要国家的负债足够高，只要继续发债的需要还在，国债价格的下跌必然逼着政府对其政策或法律制度做出修正。公民投票是民主制度的重要形式，但投票无法天天进行，而证券市场对国家的监督、评估、定价却是每时每刻的。所以，公债市场对政府权力的制衡既连续，又具体。美国和英国的兴起过程如此，其他西欧国家的经历要么也如此，要么就被金融市场教训。[6]

从人文社会的角度谈自由、民主与法治当然重要，是基本启蒙，是社会觉醒的必要。但是，在全球金融危机冲击下，从中国到美国、到其他发展中国家，各国政府又都在强化政府对资源的控制。在这种时候，

我们尤其有必要重新从财产和金融的角度理解国家的治理。

民富是自由、民主与法治的基本条件。有利于催生民主法治发展的格局包括许多方面，其中之一是“政府穷、民间富”以及国债金融市场。“政府穷、民间富”并不必然带来民主法治，但是国富民穷必然威胁民间权利。从全新的角度看，负债累累的政府是一个权力难以扩张的政府。负债、债券市场、征税、纳税人，这些都是构筑民主制度与文明的砖瓦。

---

[1] 原文刊于《经济观察报》，2009年4月27日。有改动。

[2] 郑备军：《中国近代厘金制度研究》，中国财政经济出版社，2004年。

[3] Udo Hielscher， *Financing the American Revolution*，Museum of American Financial History，2003，p.43.

[4] Udo Hielscher， *Financing the American Revolution*, Museum of American Financial History, 2003, p.45.

[5] 见Richard Sylla，Jack Wilson，and Robert Wright，“Integration of Trans-Atlantic Capital Markets，1790-1845”，*Review of Finance*，Volume10，2006.

[6] 詹姆斯·麦克唐纳（James MacDonald）在《一个深陷债务的自由国家：民主的金融根源》（*A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy*）一书中，对金融市场如何推动、支持民主制衡有更多论述。

第8章

中国人的理财前景[1]

从表面看，财富管理即财富创造成功后或者把未来收入变现之后如何理财的问题，似乎再简单不过，在一个人拥有财富之后难道理财还难吗？其实，中国的俗话“富不过三代”本身就说明，理财之道远非表面看上去那么简单，否则，怎么会“富不过三代”呢？不管是对已成功或者是有成功潜力的创业者，还是对基金管理、理财从业者，增进对现代财富管理的理念和工具的了解，无疑都是很有必要的。

发财致富当然是人类永恒的话题。到今天，人类创造财富的能力确实登峰造极。按照法国凯捷公司与美国美林公司最近的统计，2006年个人净金融资产超过100万美元的富翁在全球范围内有870万人，比10年前翻了一番，共拥有财富总值33.3万亿美元。

多数人的财富当然没有这么多，但是不管你的财富有多少，理财的问题是每个人都无法回避的，保值、增值、养老、保险、在未来和今天的钱之间做合理配置等，这些是每个人都要考虑的现实问题。那么，该如何管理财富呢？今天的理财手段跟过去有什么差别？

过去的财富载体

不管是在古代还是近代，百万美元对于任何人来说都是不敢想象的天文数字，更不用说上亿美元。比如，晚清时期的山西票号应该能反映当时中国富有阶层的财富水平，到19世纪末票号的资本金一般不超过二三十万两银子，1879年，有名的蔚泰厚票号资本总额为白银119500两，分属22名股东，1883年时资本总额为白银7万两，分属9名股东。账面的资本值则更少，即使到20世纪初，一般只在二三万两白银左右。

在800多年前的蒙古部落时代，虽然成吉思汗和他的子孙能征服宋王朝、中亚以及中东，但游牧民族以流动放牧为生，没有固定的土地财产、房产，更谈不上股票、债券、基金、保险、对冲基金、创投基金等这些证券化了的财富载体了。即使有了这些证券投资品种，游牧时代的生产力也无法高到让人们有任何剩余财富积累，当然谈不上财富管理问

题。当时，蒙古游牧人的财富是以马和女人的数量来衡量，财富载体很原始。那个时代，人的生活真是过一天算一天，顾不上为明天的风险和生活需要而理财，他们只能依赖部落和家庭这些社会组织来达到规避风险、实现经济互助的目的。

随着人类进入农业社会，从被动的游牧采摘转变到在同一块土地上重复种植，特别是由于家禽的出现，人们的食物供给一下子从被动变为主动，生产力上升了，财富积累速度加快了，这同时使土地的价值也大大增加，并成为自然的投资品种和主要的财富载体。农业社会开始有财富管理的问题，有保值、增值这类挑战。但是，以中国为例，直到150年前，富农也好，中农也好，他们能挑选的理财工具非常有限，买土地出租、放贷、盖房置业、参股合伙企业，或者投资从事商品贩卖，不外乎这五种投资方式。由于农业社会的法治基础不完善，产权保护与契约保障体系不可靠，这些可行的财富载体基本以有形的实物为主，而不是以金融契约为载体，这当然限制了投资品种的流动性和投资规模。另外，投资交易的范围也基本不超出亲戚朋友和同乡的范围。因此，农业社会的理财空间很小，增值保值的机会也相当有限，即使有很多钱，也很难增值保值。

特别是过去周期性的农民革命，还有社会的仇富心理，从根本上让人们不敢大胆地去投资增值，宁愿选择将财富以金银通货藏在家里、埋在地下。

今天的理财工具

从农业社会过渡到工业社会，带来的不只是工业技术和加快了的财富创造速度，使二十几岁的年轻人就能成为亿万富翁，而且也带来了金融技术革命，财富载体日益丰富，理财手段也发生了根本性的变革。到今天，除了大家熟悉的股票、政府公债、企业债、项目债、银行存款、黄金、商品、房地产、土地、企业创业之外，还有开放式基金、对冲基金、私人股权基金、创投基金等等，以及人寿年金、人寿保险、财产保险、医疗保险、汽车保险等金融品种。有境内人民币品种，也有相对应的港币、美元等品种。这么多的选择当然令人眼花缭乱。理财本身已是一种专业化的学问，但这些丰富的选择已从根本上改变了人类的整体福利，使我们每个人能够更好、更巧妙地规避未来各种可以预见和不可预见的风险，使我们的生活更加体面，让个人更加自主，使我们通过金融

投资的合理配置令自己一辈子的自尊达到最大化。

金融技术革命早于工业革命，但受到1780年开始的工业革命的进一步推动。意大利文艺复兴之前的欧洲，货币技术要落后于中国，比如，中国在宋朝就发明了纸币；但是，在证券类金融技术上，中国则落后欧洲700多年，直到19世纪末期，才出现股票市场，而债券市场则出现得更晚。

在投资品种方面，如前所述，13世纪中期开始，威尼斯政府推出了被称为“Mons”的长期债券基金，并将该基金的份额按股份证券的形式分售给投资者，这种股份的意大利文是“Prestiti”，　它可以在公众市场上随便交易，一时间成为西欧人特别欢迎的投资理财品种，它也是现代股票市场、债券市场以及公众基金的前身。

政府以未来多年的税收做抵押向大众发行公债这项证券技术，13—14世纪开始从威尼斯、佛罗伦萨和热那亚传往西欧，为老百姓提供了多种固定收益债券投资和保险品种。

随着债券市场在16世纪的进一步发展，期货和期权交易开始在比利时的安特卫普证券交易所、荷兰的阿姆斯特丹交易所出现。

相对于债券交易市场，公司股权市场发展得较晚些，关键的一点在于外部股东对公司的债务责任是否有限。如果一个企业的所有股东对企业所欠债务都负有无限责任，“老子还不了，儿子还；儿子还不了，孙子还”，那么，除了参与日常经营的公司管理者之外，可能没有几个人愿意入股。换言之，在企业股份成为外部投资者愿意选择的证券投资品之前，股份所包含的必须是有限责任并可随意转手，否则除管理层的亲戚朋友外没入愿意做外部股东，因此，支持有限责任的法制体系必须跟上。传统的合伙企业股份都是无限责任，这也说明为什么以前的合伙股东一般都是亲戚朋友，亲戚关系让投资方和用资方彼此对于潜在的无限责任不至于太担心，但这也限制了个人的创业投资范围，让人们只能在本地、本族的范围内投资创业，十分不利于个人的理财安排，限制了财富载体的选择空间。

在12世纪的佛罗伦萨和威尼斯，首先出现了现代股份有限公司的雏形。这种不同于合伙企业的公司形态叫作“compagnia”，相当于英文“company”（公司）的意思。这种公司的股东分“有限”和“无限”两种。可是，那些早期意大利公司的股份是不能在大众市场上交易的，其流动性非常有限。

如第4章所述，现代股票的出现最早应该是英国于1555年创立的“莫斯科公司”，其后出现了“弗吉尼亚公司”“马萨诸塞公司”“非洲公司”等等。1600年成立的英国“东印度公司”，才算真正获得成功。

第一个向公众发行的现代股票基金，是1924年在美国创立的“麻省投资者信托基金”（Massachusetts Investors Trust），一年之后其投资者增至200人。到1951年时，全美的共同基金数量差不多为100只，持有基金股份的人数为100万左右；到1960年初，全美共同基金数为155只，所管资金共158亿美元；10年后，基金数目增至269只，共管资金483亿美元；到1980年初共同基金总数为524只，共管资金945亿美元；到今天，美国的开放式基金数超过1万只，所管理的资金超过10万亿美元。

对冲基金的发展历史更短。虽然索罗斯的“量子基金”并不是第一家对冲基金，但1970年成立的“量子基金”的确为对冲基金获得广泛认同和提升知名度做出了贡献。从1970年成立到2000年4月关闭期间，“量子基金”平均年回报率超过30%。如果在1968年将1万美元放入该对冲基金，那么到2000年4月就变成了4200万美元。这一过程中，其创始人索罗斯的财富当然也激增到70亿美元。有了像“量子基金”“老虎基金”这些成功故事之后，20世纪八九十年代对冲基金行业也逐渐增长，到今天，对冲基金的数量已不低于8000家，所管理的资金达到1.5万亿美元。

中国理财前景

人类在过去几千年的“致富”努力，到今天真是成功至极。不仅个人创造财富的能力空前，而且通过证券金融的发展，人们能很容易地将未来收入流提前证券化，变成现金，从而让我们今天手中的钱不仅包括过去积蓄下来的收入，也包括将未来收入提前变现得来的钱。于是，今天世界上的流动财富或者说“钱”的确是达到前所未有的水平，证券金融的发展使“钱”的供给大大上升。手中有这么多流动财富之后，理财的机会与挑战也同时出现：这么多“钱”往哪里投？

经过800年的发展，世界上的金融证券、基金和保险品种已是成千上万，真正的金融超市在全球范围内已经形成。

那么，今天中国家庭的理财投资组合如何呢？当下，中国城镇居民家庭资产配置高度集中于房产，金融资产化较低，仅略超两成。流动资

产较多地投在银行账户上，与于发达国家形成鲜明对比。相比之下，中国家庭的资产结构非常不利于升值（因为股权型投资太少），也不利于规避未来风险（因为保险和退休金投入比例还太低）。这种差别当然跟总体金融发展水平相关，但也跟人们对理财的认识程度有限不无关系。正因为这样，专业的理财服务就更有必要了。

---

[1] 原文刊于《新财富》，2006年第9期。有改动。

第9章

反思高利贷与民间金融[1]

“区域发展战略”曾经被广泛提起，西部大开发、东北振兴，中部崛起等等，都希望通过调动国家资源来重点发展某些区域。这些用意当然是好的，可是，即使抛开这种“区域发展战略”的区域公平不管，仅从其做法上看也值得进一步思考和商榷。

以往的“区域发展战略”意味着“由银行贷款几百亿、几千亿做几个大的标志性项目”。这些大项目当然能增加几千甚至几万人的就业，通过辐射效应让数量更多的人增加收入。但是无论如何，这种项目不能影响到千百万个在县城和乡下生活的老百姓，他们很难从几个大项目中得到有真正意义的辐射效应。相比之下，如果放开民间金融并发展各类小额金融品种，不仅能让各地像浙江那样调动好社会自有资源，而且能为更广泛的老百姓家庭提供更好的致富机会。

那么，为什么不放开民间金融呢？其中非常重要的一个原因是观念问题，它来自以往对至少有2000年历史的中国民间金融的误解。

为了重新释放民间金融对区域经济发展的能量，我们有必要从根本上反思民间金融，比方说高利贷问题。思考关于高利贷的观念，有必要从一个更理性的角度回答如下两个问题：第一，为什么高利贷会形成？对此，一个不假思索的回答可能是“放高利贷的人不道德”，这当然也是一种回答，事实或许也是如此，但我们不能停留在这个答案上。第二，为了解决高利贷问题，最好的办法是什么？从20世纪50年代初开始，我们的做法是禁止所有的民间借贷，把任何民间金融机构都宣布为非法。这是不是最好的选择？

什么是“高利贷”

经济史学者通常会按照如下方式定义高利贷：选定一个“我们觉得合适”的数字，比如20%的年利率，然后把年利率超过20%的任何借贷定义为高利贷[2]。在中国的传统语境下，我们就会把所有超过20%年利率的借贷都认定为“坏的”。但这忽略了借贷市场的资金供求状况和契约执行

环境。

我所看到的第二种定义是历史学家方行发表在《清史研究》1994年第3期的文章中的解释："高利贷资本和商业资本的收益，属于高收益还是低收益，都会自然地同封建地主的土地收益相比较，并会以后者作为衡量准绳。"这种定义的意思是：如果土地投资收益很高，比如是30%，那么借贷利率即使为30%也算合理。如果我们对股票市场比较熟悉，就会知道这种定义方法相当于把上市公司的净资产收益率作为判断"资本回报率多少算合适"的参照。但是，股票的实际回报率和净资产收益率的差别可以非常大，两者可以背离很多。因此，虽然这种定义比第一种要好一些，但仍然有缺点。如果只以同期同地的土地收益作为利率的参照系数，那就没有把由于投资者和经营者间的信息不对称而导致的各种交易风险以及由此所要求的交易风险溢价包括在内。此外，土地本身的价值也是波动的，具有真实风险。投资所固有的真实风险和交易风险要求放贷者应该得到超过土地收益的借贷利率。

所以，更好的定义不仅要考虑到生产性资本或者消费性资金的收益率，还应该包括借贷市场投资回报本身的风险性，以及不同的投资品种给投资者带来的风险差异。当我们界定借贷的合理利率时，不能以诸如20%的个人愿望作为标准，还要考虑投资风险和债务交易契约的执行风险。在以前执法水平不高、产权和契约保护不健全的社会环境下，投资者因交易风险所要求的风险溢价使得合理的利率水平大大提高。

各省的金融发展水平差别很大

那么，高利贷到底是怎么形成的？为什么有的省和有的国家金融很发达，利率并不高，而另一些省和国家则有极高的借贷利率存在？让我们看看中国历史上各省份的高利贷和经济发展的一些具体状况。

我们来看看1934年国民政府中央农业试验所对当时全国22个省的千千万万乡村家庭各方面经济状况所做的调查，其中包括这些家庭借贷的利率分布、借贷资金来源、借贷合约种类等详细信息。在当时的统计中，全国各地没有年利率低于10%的借贷发生（见表9-1)。

表9-11934年部分省份的民间借贷利率的分布情况

	各种借款利率占各省样本之百分率（年利率）						
	10%－20%	20%－30%	30%－40%	40%－50%	50% 以上	平均利率	利率高于 30% 的借贷占总样本的比率
宁夏	0	0	28.5	14.2	57.3	49.6%	100%
陕西	0.9	6.6	29.3	12.2	51	47.1%	92.5%
河南	1.2	10.8	52.8	19.2	16	39.3%	88.0%
贵州	0	15.2	65.5	12.9	6.4	36.2%	84.8%
山西	2.6	17	40.6	27.6	12.2	38.3%	80.4%
安徽	1.2	32.1	38.3	11.1	17.3	36.6%	66.7%
青海	0	42.9	19	14.2	23.9	37.6%	57.1%
浙江	41.2	57.7	1.1	0	0	21.0%	1.1%
福建	31.9	63.9	4.2	0	0	22.2%	4.2%

该项调查显示，宁夏金融发展水平最低，当地样本中没有一笔借贷年利率低于30%；相比之下，浙江各项金融发展指标在全国是最好的，当地只有1.1%的借贷利率超过30%。根据各个省份不同的利率分布，我们可以计算出每个省的平均利率。比如，宁夏的平均利率是49.6%，为各省中最高，其余像陕西为47.1%，河南为39.3%。

传统影响借贷利率

为什么宁夏的借贷利率全国最高？当然，部分原因是当地比较穷，为生存所必需的消费借贷可能不少。另外一个很重要的原因是，宁夏以回民占多数，传统上禁止有偿、有息的借贷。所以，如果某人真的从事这种借贷并要求利息的话，就会受到谴责。在这种环境下做有息借贷，所面临的交易风险和契约风险会相当高。从放贷者的角度说，如果传统要求你在放贷时不能有任何利息，而把自己辛苦劳动所得借出后却有可能血本无归，你就会倾向于把钱留在家里；而如果要放贷出去，你就会要求得到格外高的风险溢价补偿。对于有息借贷的这种观念，使资本的成本被抬高了。贵州和青海情况类似，它们的借贷利率也偏高。

但从金融的角度讲，禁止民间借贷在一定程度上会增加金融交易的风险和成本，减少资金供给，使利率变得更高。

沿海省份金融业较发达

究竟是哪些因素决定了各省金融发展水平的高低？首先让我们看看

地理位置的差异。如果按沿海、西南、中部和西北四个区域计算其平均利率水平，广东、福建、浙江、江苏、山东、河北六个沿海省份的平均借贷利率是26.91%，而借贷市场最不发达的西北省份的平均利率是40.59%（见图9-1）。

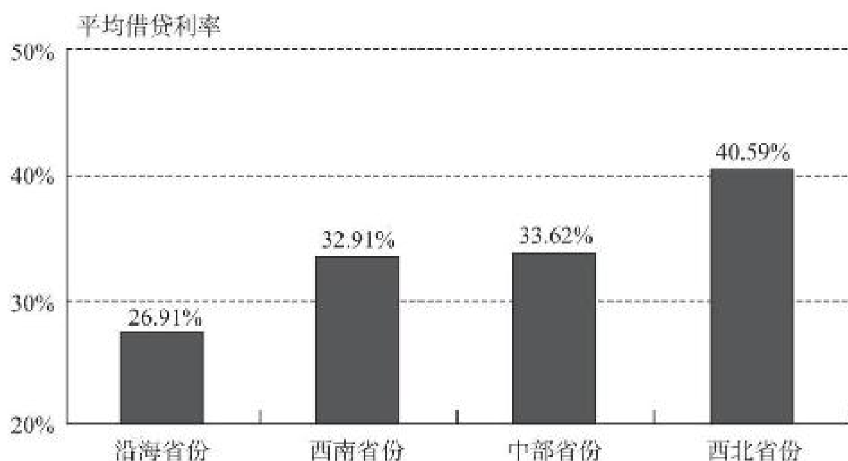


图**9-1** 区域间平均借贷利率的差别

沿海省份的金融之所以发达，跟其商业历来就很发达有关。在19世纪末的铁路和20世纪的汽车出现之前，水运是唯一规模大、成本低的运输手段，这给沿海省份带来天然的经济发展优势。这些地方早在唐宋时期就进行海外贸易，当地人也能方便地做省际贸易。规模贸易优势让这些省份比内陆更早产生了发达的商业文化。换言之，一个地区的商业文化越发达，对商业价值的认同度越高，该地区的人对契约执行的认同度就越高，也就越能为借贷市场的发展提供一个更好的社会制度环境。

为了说明这一点，以笔者的老家湖南为例。判断一个地方的商业文化发达程度高低的指标之一，是看该地人对市场逐利行为的价值认同程度：人们越是能理解、接受市场交易对社会的贡献，该地的商业文化程度就越高。但在湖南，人们反对甚至打击市场逐利行为的情绪历来很高，以至到20世纪90年代中期，湖南的各地政府还要设置路障阻拦大米、猪肉运往广东。当一个商人以每斤1元的价格在衡阳买进大米，运到广州以每斤5元的价格卖出时，湖南人没法接受，会认为如此暴利是“不劳而获”，不会认为这种商业活动为衡阳和广州两地的社会都做出了贡献。当然，如果连实物商品贸易所创造的价值都无法接受，那么要对金融交易这种更抽象的商业交易的价值创造作用予以接受就更无从谈起

了，于是借贷所收取的利息回报就更被认定为“不劳而获”了。当一个社会的商业文化如此不发达时，整个社会反而会更同情、保护不还债的人，而不会站在放贷方。这种文化环境当然增加了债务借贷的契约执行风险，使其风险溢价升高，放贷人在利息不高的情况下不会愿意把钱贷出去。

人均耕地面积越多的省份金融越不发达

在中部、西北和西南各省之间，金融发展水平差别也是很大的。也就是说，除了沿海省份这个因素外，还有其他因素在决定着各省的金融发展水平。如陕西、河南、安徽、湖南等内陆省份的金融不发达，原因主要与其商业文化欠发达有关。

我们可以拿各省人均耕地面积的高低来间接度量其商业文化的发达程度。一个省的人均耕地面积越大，则越有可能以农业为主，商业文化可能越不发达，按照上面的推理，其民间金融的发达程度可能就越低，平均借贷利率会更高。1934年各省平均利率与1914年时人均耕地面积的关系表明，人均耕地面积（以亩为单位）越多的省份确实有更高的借贷利率，其借贷市场也就越不发达（见图9-2）。金融交易是所有商业活动中最高级的形式，对法治环境的要求也最高，正因为在传统农业省份中不太能够产生有利于金融发展的法治与社会文化环境，这些省份的金融借贷利率也更高。

而且，每个省的高利贷（为便于讨论，将其设定为年利率在30%以上的借贷）占所有民间借贷份额与人均耕地面积之间也有着极强的正相关关系（见图9-3）。人均耕地越高，其高利贷现象则越严重。

当然，我们可能会猜测，之所以沿海省份和人均耕地面积少的省份的平均利率低，是因为那里的家庭收入高，也更富有。根据1934年的各省平均家庭收入数据，我们发现：家庭平均收入越高的省份，其民间借贷利率越低。但是，这两者的相关性（-0.27）要远低于平均借贷利率与人均耕地面积的相关性（0.52），因此，收入水平不能完全解释各省金融发达程度的差别，商业文化环境起着同样重要的作用。

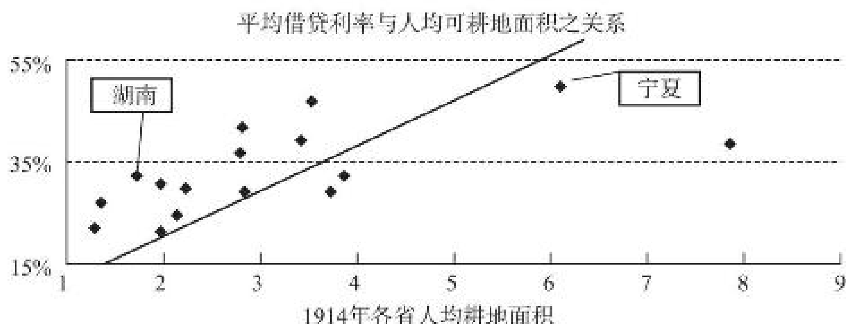


图9-2 人均耕地面积与借贷利率水平的相关度情况

资料来源：苑书义、董丛林著《近代中国小农经济的变迁》，人民出版社2001年版

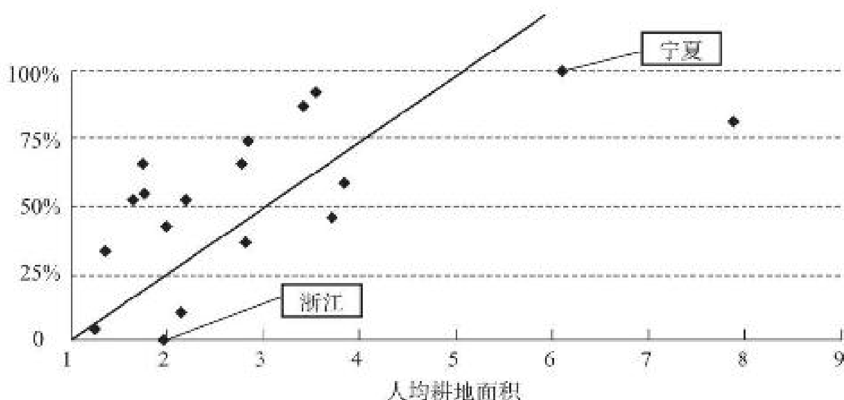


图9-3 高利贷占民间借贷的份额与人均耕地面积之关系

资料来源：苑书义、董丛林著《近代中国小农经济的变迁》，人民出版社2001年版

机构金融越发达，借贷利率就越低

上面的分析使我们再次看到，打击高利贷的政策和意识形态的实际效果适得其反：越是通过意识形态或者政策限制有利息的借贷，利率就变得越高。这到底是为什么呢？一方面是因为这种意识形态和政策环境只会大大减少借贷资金的供给，而另一方面，民间对借贷资金的需求并不会因意识形态或政策的禁止而改变。以笔者最近读到的一本书为例，书中记载山西省从唐宋开始每年发生自然灾害的频率很高，自然灾害的发生就会导致对短期资金的大量需求。我们可以把这些由于天灾人祸和

其他像婚宴、丧事、盖房等导致的大额开支通称为非经常性开支。金融发展的第一个作用就是让人们能利用金融工具熨平这些非经常性开支对生活的影响，让我们不会因为这些突发的大额开支而陷入无米下锅的状态。

对金融借贷的需求是自然的，也是经常发生的。简单地禁止民间借贷并不能够解决老百姓天然的金融需求。因此，对高利贷的憎恶并不能从客观上改变各个家庭对借贷资金的需求。为理解高利贷的成因，我们也必须从资金需求方的角度来考虑，为什么借款人愿意支付50%甚至更高的利息？我们有理由相信，这些借款人也都是负责的，他们在明知年利率高达50%甚至60%的情况下仍然愿意借款，只能说明他们在高利贷之外别无选择。对他们来说，通过高利贷所能得到的好处一定要比所付出的高利息多，损失比利息少。这些是自愿的交易，通常不是被迫的。因此，对高利贷的分析并不像我们以往想象得那么简单。

在我们以往的印象中，借款的人往往是些善良的老实人，而放贷者本身的品行都很差，心也很黑，所以就需要政府干预，防止那些需要借款的人被剥削。这种情况应该是存在的，但是政府部门需要在禁止民间金融之后提供更好的办法解决老百姓上述的资金需求问题。否则老百姓就只能找地下钱庄，付出更高的利率以获得资金。

从这个意义上说，禁止民间金融不是好办法，那不仅使贷款利率更高，而且客观上也为地下黑帮势力的发展提供了推动力。因为如果借贷双方发生债务纠纷，他们当然不能去法院，而只能找地下黑帮私了。

我们可以借鉴公司治理的概念，把公司治理和保护股东利益的概念运用到对高利贷问题的分析上。这就要求我们在借贷市场上保护放贷人的权益，正如在公司治理中要保护股东的权益。换句话说，真正降低高利贷的办法不是打倒高利贷的放贷者，而是需要增加借贷市场上的资金供给，使利率降低。

从1934年各省利率水平的差别中，我们也可以看到资金供给是否充足对利率高低的影响。我们可以选取非个人放贷占总放贷量的百分比这个变量，来反映一个地区“专业借贷机构”的发达程度：机构放贷占比越高，说明该省的金融越发达。这里，“非个人放贷”包括银行、信用社、联合会、当铺、钱庄与商店的放贷，与之相对应的是个人间的借贷，例如由地主、富人、商人和其他个人放贷。从图9-4中可以看到，两个变量之间是负相关的关系：非个人放贷占比越高，该省的平均借贷利率就越低。我们也可以考察高利贷占所有借贷的份额与非个人放贷所占比例的

关系，二者之间同样是负相关的关系，即非个人放贷的比例越高，当地高利贷的比例就越低（见图9-5）。

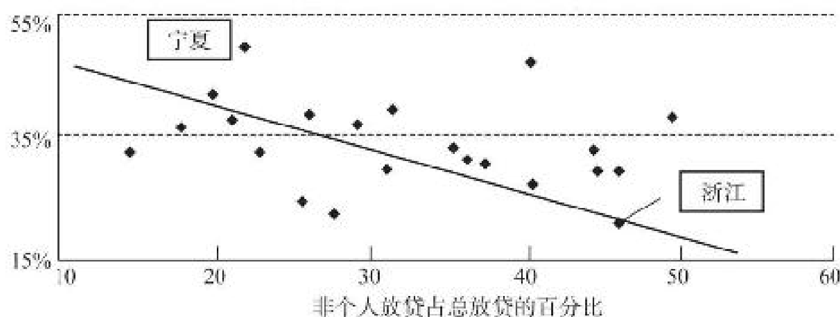


图**9-4** 借贷利率与非个人放贷所占比例的关系

资料来源：中央农业试验所1934年调查

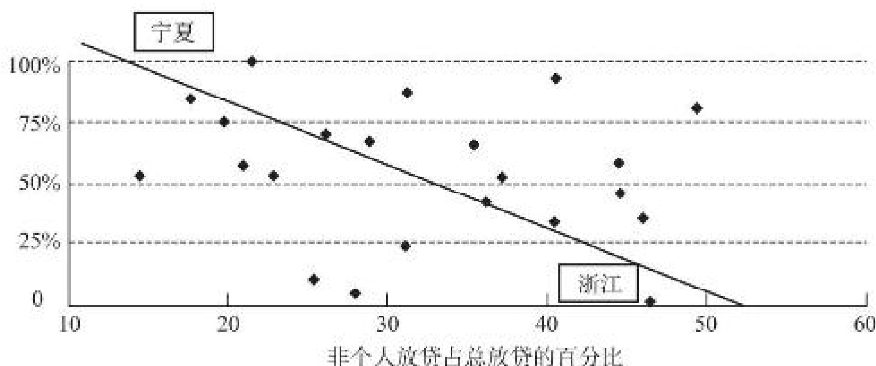


图**9-5** 高利贷占所有借贷的份额与非个人放贷所占比例的关系

资料来源：中央农业试验所1934年调查

民间金融的发展促进区域经济的增长

在对各省民间金融发展差别的简单分析之上，我们再进一步考察1934年各省的民间金融发展水平对其在1978—1998年间人均GDP增长速度的影响。分析显示，当年民间金融越发达的省份，在改革开放最初的20年里人均GDP增长得越快。70年前金融不发达的省份和地区，在改革开放以后经济发展的速度仍然落后（见图9-6）。

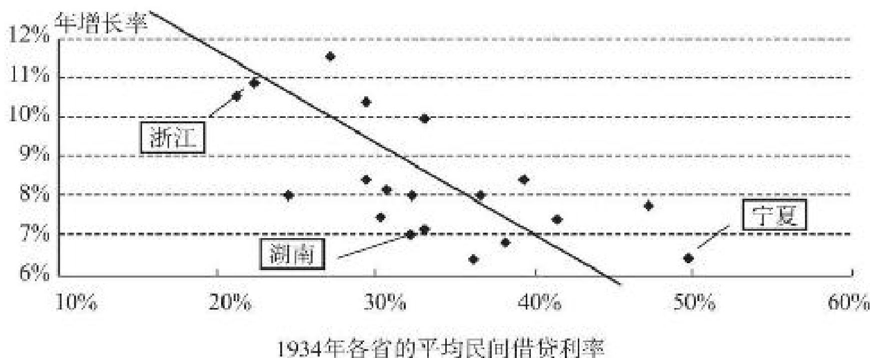


图9-6 1978—1998年人均**GDP**的年增长率与各省在**1934**年的民间金融发展程度之关系

资料来源：中央农业试验所1934年调查

为什么要考察这样一个问题呢？如前面讲到的，70年前各省金融发展水平的高低基本上反映了其商业文化的发展程度。在1978年改革开放以后，原先商业文化比较发达的省份，在市场经济环境下经济增长的速度也应该比较快。这种推测在图9中得到支持。早先金融就很发达的地方，它们以后也更能通过民间金融更合理地配置当地的资源。这里，我们看到，有没有“区域发展战略”政策支持的大项目并不是决定性的，更为关键的是一个省或地方有没有支持民间金融发展的制度和社会文化架构。如果有，该地方就更有能力调动本地的资源内生出经济增长动力。

在上面的分析中，我们之所以用1978—1998年各省的经济增长数据，而不是更早时期的，是因为1934—1949年间有抗日战争和多年的内战，使市场力量无法正常发挥；1950—1978年间为计划经济时期，市场力量被搁置，所以也无法用金融发展或商业文化这些变量来解释。在笔者还在进行的学术研究中，有许多其他经济和非经济变量都被用来解释各省经济增长率的差别，但还没看到能取代1934年平均借贷利率的变量，这进一步说明民间金融发展水平对各区域老百姓收入增长的关键作用。

如何发展民间金融

看到民间金融发展对未来经济增长的关键作用之后，我们实际上又回到了老问题：怎样发展民间金融？如何对待高利贷现象？我们已看到，禁止民间金融不仅解决不了金融发展的问题，而且不能解决高利贷

问题，那只会使两个问题都进一步恶化。正确的办法是按照股东权益保护的思路来保护放贷人的权益，制定相关的政策和法律去保护债权人的利益，并对其进行规范和约束，而不是单纯地打击他们。实际上，有些研究估计，地下钱庄的规模目前在1万亿元之上，这已不是可能不可能存在的问题，而是必须面对的事实。

一种可能的疑问是，如果采取立法和司法措施保护债权人的利益，各地的借贷市场就能够更好地发展起来，从而使各地的借贷利率趋于一致，降低借贷利率吗？美国19世纪末期就曾面临这一问题。1880—1890年，美国不同地区的同期农田贷款利率的差别也很大，中部山区如科罗拉多、阿肯色等传统上较不发达的州，利率一般是新英格兰各州借贷利率的两倍左右。这种地区差异很大程度上是各地区间借贷市场的分割造成的，或者是政府政策造成的。而在1900年之后，由于铁路的进一步发展和电话、汽车的出现，原先经济不发达的山区各州有机会参与沿海各州的对外贸易和金融流通，这就带动了金融市场的发展，促进了金融市场跨地区的融合。到1930年左右，美国各地的借贷利率基本实现了真正意义上的一体化，借贷利率趋于一致。

除了使民间金融合法化之外，中国目前也有必要建立一种有效的民间借贷利率信息的分布机制。比方说，证券交易所的主要功能就是揭示股票的价格信息，同样，也应当为中国各地的民间借贷市场建立相应的利率信息公布机制。如果利率和借贷信息揭示得不充分，市场上就会出现许多种不同的借贷利率，无法促进民间借贷市场的发展。因此，可以通过多种方式收集汇总发布各地关于借贷意愿与利率的信息。这样，促使民间金融借贷首先在利率水平上趋同，使借贷的信息流变得更加顺畅，从而降低民间借贷的交易成本。各种网站也可以成为民间自发借贷行为的中介场所，为未来民间金融的发展探索各种可能的形式和渠道。而一旦通过电视、报纸或互联网把每个乡、县、市和省的利率信息分别发布出来，可以大大加快民间金融的发展，给老百姓带来更好的致富和改善生活的机会，这才是长久有效的发展区域经济的途径。

---

[1] 原文刊于《新财富》，2005年第8期。有改动。

[2] 根据《中国人民银行关于取缔地下钱庄及打击高利贷行为的通知》规定，民间个人借贷利率由借贷双方协商确定，但利率不得超过中国人民银行公布的金融机构同期、同档次贷款利率（不含浮动）的4倍，超过上述标准的，应界定为高利借贷行为。

第10章

中国是否会发生金融危机[1]

金融危机对中国并不陌生，不仅因“银荒”“铜荒”等实物货币危机曾给中国社会带来冲击，而且在宋朝出现纸币之后，不少朝代都曾因为滥印纸钞而导致一次次金融危机，以至以各种名字命名的纸币在中国历史上层出不穷。当然，也正因为除了货币之外中国在过去没有更广义的证券票据发展，并且直到1897年中国通商银行成立之前也没有现代意义的银行，所以，在晚清之前中国的金融危机还只停留在货币的层面上，形式相对简单。

唯一的例外可能要算长期存在于民间的钱庄和盛行于19世纪的山西票号。特别是票号，虽然它们算不上现代意义的银行，但到19世纪后半叶它们的分号已扩展到北京、上海、广州、汉口等城市。因此，从票号的覆盖面来看，它们已达到可以产生影响众多人民生活的金融危机的能力。只是就金融规模而言，由于票号以异地汇票为主业，不是吸收存款并同时放贷，所以它们导致金融危机的潜力有限。钱庄则更是互不联网，彼此独立地发源于各地并服务于当地经济，即使有些地方的钱庄发生问题，也不至于星火燎原，导致全社会的危机。当整个中国社会处于自然经济状态、金融化程度极低的时候，金融危机的种子确实不多。

现代金融改变了金融危机的潜在规模

在金融理论中，我们通常把货币看成一种最简单的证券，其作用是储存价值、帮助价值在不同时间和空间之间实现转换，所以它能产生的金融危机也最为简单。但是，随着现代银行、股票、债券、期货、期权等更为复杂的证券市场来到现代社会，潜在金融危机的规模和广度也发生了根本性的改变。

在中国，股票市场出现在现代银行之前，在19世纪60年代洋行股票就已在上海问世。之后，在中国洋务运动的驱动下，第一只华商股票——轮船招商局——于1872年底开始交易。接下来，江南制造局、开平煤矿等现代工业企业、矿业企业相继发行股票，交易越来越火。1882年

9月2日的《申报》评论说："今华人之购股票者，则不问该公司之美恶，及可以获利与否，但有一公司新创、纠集股份，则无论如何，竞往附股。"当时人们不管公司是做什么的，只要是股票就去买，不问公司的经营状况，不分"美恶"。

到1883年，上海经历了中国历史上第一次现代意义上的金融危机，股市崩盘，股民血本无归。由于给股民放款太多，众多钱庄相继倒闭，接下来产业企业的资金供给严重不足，给中国经济带来动荡。

1918年，中国第一个正式的股票交易所在北京成立。1920年，上海证券物品交易所成立，同年，上海股票商业公会改组为上海华商证券交易所。到1921年底，仅上海开设的交易所就有140家之多，信托公司也有12家。设立交易所的浪潮也波及全国各地，在汉口、天津、广州、南京、苏州等城市也设立了52家交易所。那是中国历史上的第二次现代证券泡沫。当年，银钱业为资金安全计，开始收缩资金，抽紧银根，这不仅导致股价下跌，而且迫使许多投机者大批抛售股票，促使股价进一步狂跌，致使许多钱庄倒闭，交易所关门，信托公司大量破产，这就是所谓的"信交风潮"，也是中国的第二次现代金融危机。风潮之后，全国仅剩下十多家交易所、一两家信托公司。

到1921年"信交风潮"之时，实际上中国的公债市场已具备基本的规模。1912—1926年，北洋政府先后发行公债27种，共6.12多亿元。另外，还有各类短期库券1.08亿元以及各类地方公债。于是，在"信交风潮"之后，投资者的注意力全面转向债券市场，为新的炒作提供了条件。小的金融危机包括1924年8月发生在京、沪两地的"二四公债风波"和1926年12月的"二六公债风波"。

南京政府成立后，一方面继续北洋政府的手法，通过发行外债为军事开支融资，另一方面通过由政府参股中国银行、交通银行等手段建立起四行二局的国家金融垄断体系，由政府直接控制当时的金融核心。这当然为政府更大规模地发行公债、筹措资金提供了便利。根据《证券市场导报》2001年第4期中张春廷先生的文章估算，1927—1936年，南京政府共发行公债26亿元。1927年，公债成交量为2.4亿元，到1929年增到14亿元，1931年更是高达39亿元，为全部公债发行额的3倍以上，炒"债"之风盛行。这给南京政府的信用膨胀提供了关键的支持，同时也潜伏着深刻的信用危机。1932年和1936年，南京政府先后对公债进行整理，标志着政府公债信用的破产，制造了两次包括银行、证券以及货币市场在内的全面性现代金融危机，从根本上瓦解了中国社会对证券、

对现代银行、对纸币的信心，把老百姓重新赶回只依赖银铜钱和实物交易的传统经济。

金融危机为什么在中国的现代化过程中这么容易发生

晚清政府涉足股票之后的头一百年里，为什么金融危机频频发生？是什么使中国的“金融洋务运动”这么艰难？当时导致金融危机的要素在今天的中国是否还存在？为找到这些答案，我们还得看清金融证券交易的本质。不管是银行还是证券，其交易的内容是具有充分流动性。甚至是匿名非定向发行的金融契约，它们的契约性质从本质上决定了对法治、对信息环境等制度架构的高度依赖性，使金融交易比任何实物商品市场更依赖法治。实物商品的有形、有色、有味本身可大大减少其交易风险，而金融契约交易又恰恰不具备这些天然特征，这使金融交易市场往往蕴含着巨大的经济风险。

具体讲，我们可从以下三方面来理解金融安全所需要的制度保障：第一，必须要有可靠的契约执行架构，特别是独立、公正的司法，以保证交易双方都能对其应有的契约权益放心。如果没有独立于政治权力的法治，金融契约的交易安全就没有保障，金融市场就难以深化。第二，正因为金融交易的内容是一纸契约，买方就处于极端的信息劣势，这一方面意味着金融市场是最有利于投机炒作的市场，交易对象价值的不确定性成为泡沫的最佳滋生土壤；另一方面，如果新闻媒体和其他信息披露机制不健全、不充分，存户对银行的真实状况、投资者对证券发行方的价值就更加一无所知，让本来可以根除的金融问题酝酿成金融危机。第三，正因为银行资产、金融证券的高度流动性，银行、券商、保险公司、基金等金融机构必须独立于权力，特别是行政权力和政治权力，否则这些金融机构所控制的高流动性金融资产存在被滥用的风险，比如被当作提款机，或者成为权力机构为形象工程、出于非经济目的随意调配金融资源的工具。这当然蕴含着巨大的金融风险。

由金融交易市场所引发的这三方面的制度要求，包括独立公正的契约执行架构，即司法、新闻媒体监督，以及对行政权力的约束，这些都直接涉及对行政权力的制约、司法独立、立法中立的问题。在制度缺失的社会里，遍及全国的现代银行体系、现代证券市场只会为当权者个人和有权力关系的机构方便地提供近似无限的金融资源，最后酝酿成危害全社会的金融危机。

现代金融监管起源于14、15世纪的意大利和荷兰，但规模性银行以及证券市场的发展是更近代的事，主要在16世纪之后，而且是伴随着现代民主宪政制度的发展而发展起来的。换句话说，如果当年没有制度的发展，现代金融制度就难以确立，而且会不断带来新的金融危机，就像印度尼西亚、韩国和泰国在1997年发生的金融危机一样。现代金融发展于宪政民主制度的发源地——西欧，而不是在其他国家，这本身不是偶然的，有它的必然性，原因就在于现代金融需要上述三方面的制度架构。

那么，这些分析对理解我们上面讲到的中国“金融洋务运动”的经历有什么帮助呢？首先，我们看到，在1872年开始引进现代股份有限公司并让其股票公开交易的时候，清朝政府体系根本谈不上有什么制约行政权力的制度，也没有独立于行政和皇权的司法，更没有西方意义上的非人格化的独立第三方契约执行机制，像“股份”所代表的金融契约、“有限责任”等这些西方法律概念在以人治为传统的中国社会里不仅是极为陌生的，而且在执行的层面上无法得到支持，自然不能被赋予太多实际经济价值。更何况，作为中国第一份华文日报的《申报》在1872年才创办，大众传媒在那个时期才刚刚起步，因此，还没有帮助股民们了解上市交易的股份公司的经营与财务状况的新闻媒体。所以，在当时既无法治又无信息媒体的情况下，上市交易的股票与其发行公司几乎没有任何实质性关联，而是完全独立的投机券。于是，1882年的股票泡沫和接下来发生在1883年的金融危机几乎是无法避免的。

当然，在1911年中华民国成立后，虽然在立法、司法与行政的架构设计上具备了应有的框架，但在执行上由于军阀割据和内战的原因，其实际效果则大打折扣。因此，1921年的“信交风潮”的起因原则上跟1883年的金融危机没有本质差别，在那个时候，中国照样不具备有利于控制金融危机的制度架构，证券市场仍然是炒作投机的场所，滋生泡沫和相伴的危机。

南京政府成立后，当时的宪政架构有了实质性进展，司法也相对更独立，在契约的执行上也越来越公正可靠。但是，政府从那时开始大举持股中国银行、交通银行、农业银行，并创办中央银行，追求并实现了国家对银行体系和其他金融市场的垄断支配权，让南京政府利用这些垄断金融资源为当时的军工与民用国有企业服务，为国家的军政开支服务。具体而言，一方面，银行变成了政府的提款机；另一方面，政府控制的债券销售体系为国家提供了大量低息债券融资，使政府的负债大大

超出其支付能力。因此，1932年和1936年的金融危机跟1883年和1921年的金融危机有着本质差别。前两次应该说是在支持证券交易的制度架构不到位的情况下发生的，而1932年和1936年的危机是由于国家作为股东控制金融体系并利用这种控制权给自己做大量低息贷款所致。

国家以金融所有者和经营者的身份出现在金融体系之后，存在诸多隐患。第一，既然国家是银行的股东和经营者，那么法院和市场监管机构就无法独立，使司法不得不受到行政和政党权力的影响。也就是说，即使国家让其控制的银行牺牲储户的利益、牺牲其他股东的利益，他们也无法对国家提起诉讼，因为诉讼也没有用。在这种权利不对称的情况下，银行和政府控制的其他金融机构会不顾金融风险地向国家以及国有企业做贷款，使呆坏账不受约束地扩张，导致金融危机。第二，既然政府权力控制金融特别是银行，那么跟权力有关系的个人和企业就有得天独厚的优势，这是在国家垄断金融的体系下金融风险的另一个主要来源。第三，由于政府的负债最后是由国家来承担的，而国家又掌握货币政策和发行货币的权力，那么一旦由于政府引发债务危机，这种危机很快就变成货币危机，使金融危机扩展到社会生活的方方面面。第四，通过国家垄断，银行等机构迅速遍及全国，其控制的金融资源规模也迅速扩大，带来的道德风险随之提升，每次滥贷的金额也会被放大。也就是说，国家直接垄断金融的结果不仅从根本上使金融交易中的民间权利无法得到保障，而且在权力的压力下金融危机的风险会被无限地放大。20世纪30年代中国的经历证明了这一点，1997年亚洲金融危机之前亚洲国家的经历也是如此。

面向未来

与民国时期相比，今天的中国不可同日而语，虽然在对权力的制约方面仍有较大空间，在更加发达的交通网络和信息流通网络的支持下，金融资源规模已非常高，而且权力在金融资源的配置中又起着至关重要的作用，道德风险被放到最大。在这种背景下，金融危机风险是存在的。

那么要怎么办呢？除了推进制约行政权力、保障司法独立的制度改革外，至少还可从另外两方面着手，以降低金融危机的出现概率。

首先是将国有银行以及其他国有金融机构资本化，鼓励民间金融的发展。根据上面所说，这样做至少能缩小不受制约的权力所能产生的呆

坏账的规模，降低金融危机的程度，同时让司法和市场监督机构更能独立地运作。

其次是进一步放开新闻媒体对金融机构的监督报道。新闻媒体监督可以把问题在发生的初期就曝光，迫使当事人立即解决，化解潜在的危机。以1997年的亚洲金融危机为例，当年新闻媒体监督缺位的印度尼西亚、韩国和泰国的金融危机最严重，事后发现的呆坏账比例最高，其经济和社会受到危机的冲击也最大。相比之下，媒体监督较为充分的菲律宾、新加坡和中国台湾地区则基本没受到太多金融危机的冲击。

---

[1] 写于2006年7月11日，有改动。

第11章

金融现代化为何如此艰难[1]

“现代化”这个词在过去一百多年的中文里被广泛使用，其含义往往跟科学技术、跟器物联系在一起，好像有了摩天大楼、手机汽车、电视电脑我们就现代化了。到近几年我们终于认识到“现代化”的内涵远非如此，它至少还包括市场交易所依赖的契约执行架构从以伦理道德为主变迁到以非人格化的法治为主，包括从习俗经济变迁到法治经济。这些“软性”制度架构的变迁当然远比“硬性”科学技术的引进来得艰难。

当我们看到中国金融发展的艰难时，一个很自然的问题是：在中国发展金融为什么这么难？为什么当年宋朝时的中国能成为世界第一个发明纸币的国家，而今天金融变革却举步维艰？是什么在妨碍中国金融的进一步发展？

法治是现代金融的核心前提

我们首先看到，任何市场交易都要以某种契约执行架构为基础，保证交易双方的利益不受侵犯，否则交易无法发生或者成本高得让人望而却步。商品交易如此，金融交易更是如此。比如说，买羊肉时虽然交钱后得到的是肉，而不是正式的契约，但实际上买卖交易的是一种隐性契约，因为买卖双方都知道“什么是羊肉”，如果对方“挂羊头卖狗肉”，那么你可以说他违约，可以告对方。如果真是这样，正如我们知道的，中国法律传统历来重刑法和行政，轻民商法，去找县太爷告对方“挂羊头卖狗肉”，县太爷会顾不上。因此，在传统中国，人们只好找其他非正式的契约执行替代机制，商事或一般契约纠纷基本留给民间自己去解决。如果纠纷发生在本地本村，那么靠当地风俗习惯、道德伦理来“软性”解决；如果是跨地区纠纷，那么可求助于镖局。面对交易契约的不确定性，人们只好倾向于依赖“关系”，依赖血缘关系、亲戚关系、熟人关系，以这些关系作为交易的必要信任基础，使交易成本不至于太高。特别要强调的是，在以“关系”为交易诚信基础、以声誉为契约执行架构的社会里，如果交易价值有限，声誉的压力即足以规范市场交易行为，特别在人口流动少的传统社会里，当地的风俗习惯能达到相当的契约执行

效果。

但是，如果市场的地理范围不断扩大，跨地区交易日趋上升，交易价值超过一定的规模，以声誉、习俗为主的非正式契约执行机制所能发挥的作用就会越来越小，尤其陌生人之间做交易时，声誉习俗是难以起作用的，违约和作假的可能性大大增加。这就要求有外部独立的契约执行机制，靠正式、非人格化的法治保证市场交易契约的执行，否则市场就很难在规模和地理范围上继续拓展。

既然一般商品交易如此，金融交易就更如此了。金融交易不管是以银行存款或贷款的形式，还是以股票、债券、期货、基金等形式发生，都是一种信用契约交易，买卖的是一纸票据合约，是一种承诺。既然如此，支持契约执行的架构就更是金融交易能否发生和发展的基础之基础、重中之重。当然，金融交易的地理范围以及所涉及的金额也最终决定着它所要求的制度机制的复杂程度。

传统金融与现代金融

在鸦片战争打开国门之前，由于生产规模与市场广度都有限，对规模性融资的需求不大。传统金融以“熟人”间借贷、钱庄和当铺为主要特征，这些金融机构规模很小，基本从本地吸收存款或投资，然后又投放到本地居民和企业，出资方、金融中介和用资方往往都是“熟人”，而且是世世代代都在同一地方生活的“关系户”，因此，当地的风俗习惯、社会道德和长久邻里“关系”足以使传统金融交易能顺利发生，契约执行没有太多不确定性。在金融学里，我们有时把传统金融称作“关系金融”（relationship finance）或者“人格化的金融”（personalized finance），道理就在于其交易以及契约执行的基础是“关系”。在那些时期里，传统“关系金融”基本够用。中国各朝代中，修建水利工程、长城等的确需要大量资金，但这些项目都由政府出资兴建，这在一定程度上制约了对规模性民间金融的需求，反过来抑制了“非关系金融”的发展。在其他社会经济领域，规模性交通运输工具的缺乏使过去地区间市场整合的程度有限，因此，工商业对资本的总体需求不高。在当时的这些背景下，现代跨地区银行以及证券市场的必要性可能真的不大。换一个角度讲，由于现代银行和证券市场对法治尤其对契约执行架构的要求特别高，在传统的中国建立并维持这种制度架构的成本可能远大于其所能带来的收益，因此，过去的生产规模与市场范围靠“关系金融”就够用了。

也正因为如此，传统文化道德体系基本能支持过去中国社会与经济的运作，不需要成本更高的外部“非人格化”的法治。

虽然早先的沙船业和矿冶业也需要较大资金投入，但对中国经济真正产生大规模冲击的是1840年鸦片战争后的对外开放和洋务运动。也就是说，是“现代化”的潮流改变了中国对金融的要求，同时使以“关系”为基础的契约执行架构不再够用。《南京条约》迫使中国开放五个通商口岸，外租香港，使外商洋货自由进出。此后，外贸交易量快速上升，这不仅带动上海等口岸城市的经济发展，而且从整体上带动了通商口岸与内地贸易的增长，促使各地市场的地理范围不断外延，加快各省市地区的行业分工。市场的跨区域扩展从根本上推动了票号、钱庄等金融业的发展。

比如，虽然山西的第一家票号——日升昌票号创办于1820年左右，但更多的票号是在1860年前后创建，它们的业务总体上得益于通商之后内外贸易的上升。对于以跨地区汇兑为主业的山西票号而言，信用显然是其生存的根本，东家与掌柜之间、票号与分号之间、分号与其客户之间的契约执行问题是其生存发展的具体基础。由于晚清的正式司法不能为它们提供独立可靠的契约执行机制，票号一方面必须借助镖局的保护服务，另一方面必须依赖亲戚血缘“关系”来缓和票号内部和外部都存在的“委托—代理”道德风险与契约风险。只要票号业务规模有限，这些非正式“关系”契约机制的成本会很小，票号业务的利润空间可观，所以，在一定的规模内，山西票号业还能在19世纪快速发展。但是，随着外国现代银行的不断进入，19世纪后期中国传统金融面对的竞争越来越强，传统票号钱庄必须扩张规模，以降低单位融资的成本，可是它们对“关系”的依赖严重制约了其规模扩张的进程。毕竟，非正式的契约执行制度无法支持越来越长的“委托—代理”链条。因此，中国当时契约执行制度上的缺陷使票号等传统金融组织难以在规模上更上一层楼，无法提升其竞争力。

除了鸦片战争后市场范围的扩大使“关系金融”越来越难以胜任之外，19世纪60年代开始的洋务“强国”运动也挑战传统金融的潜力。洋务运动旨在追赶西方工业技术，仿造洋枪洋炮，推进机械制造和机器纺织。这些大项目风险高，同时又需要大量资金，传统金融难有作为。在这种背景下，洋务派着手引进“股份有限责任公司”这一新型企业组织，通过向大众售股广泛集资，为中国工业化出力。1872年成立的轮船招商局是第一次尝试，其股份可在民间转让流通，认股不认人。但是，对于

不习惯西方法治的中国社会来说，这种企业股权安排带来新的挑战：一方面，外部股东如何能放心让公司管理层支配控制他们投在公司的资产？另一方面，在一个只习惯“无限责任”的社会里，怎样保证公司股东的责任是“有限的”？这是现代金融最初在传统中国出现时所面临的挑战。

现代金融与传统金融的差别主要体现在两个方面。

其一，出资方与用资方之间的距离越来越远，金融交易越来越“非人格化”。前面讲过，传统金融是“关系金融”，交易的基础和契约执行都以“个人关系”为前提，其规则存在于模糊不清的道德习俗。相比之下，现代银行以跨地区经营为特征，出资方和用资方不仅互不相识，甚至永远也不会相识，而且还可能生活在不同地区。特别是股票等证券市场上的投资者（出资方）和证券发行企业（用资方），他们之间更是互不相识、距离遥远。像深圳发展银行在深圳，而其100多万投资者有的在深圳、上海，有的在黑龙江、新疆，他们之间的金融交易更是“非人格化的”，不以任何个人关系为基础。这种“非人格化的金融”在英文里有时被称作“arm’s-length finance”（一臂相隔的金融），意思是投资者和资金使用者之间完全隔离，无任何直接关系，财产所有权和控制权发生严格分离。当出资方和用资方的距离如此之远时，公正的产权保护和契约执行架构就变得至关重要。这就是可靠、独立的司法所要承担的角色，依靠它来保证已委托出财产使用权的投资者的利益不受侵犯。否则，“一臂相隔的金融”交易就无法发生，或者这种金融即使短期内能够发生，也无法深化发展，“非人格化的”法治的作用即在于此。

其二，传统金融以“无限责任”为基础。也就是说，如果用资方或借贷方自己因事业失败而资不抵债、无钱还债，那么其亲人和后代则承担偿还责任；如果借贷方是企业，那么其股东就自然承担偿还责任。相比之下，现代银行借贷、股市证券交易都以“有限责任”为基础，如果用款方资不抵债，可申请破产保护，责任到此为止；如果企业负债累累发生破产，那么该企业的股东不继承其偿还责任。“有限责任”是现代金融以及其相对应的现代公司制度之普遍特征。也正因为这一特征，外部投资者愿意以股东身份投资于离自己很遥远的企业，他们的损失最多不超过当初所投入的资本。对于需要筹资的企业来说，向“熟人”和“陌生人”都能集资，他们的资金来源显然比传统金融更加广泛。但是，“有限责任”也带来极大的道德风险，万一用资方不负责任、任意乱花钱，那怎么办呢？同时，“有限责任”是一个法律概念。换言之，虽然书面法律规定

用资方享有“有限责任”，但放贷方可能照样请打手讨债，那么用资方又如何使“有限责任”成为现实呢？这又回到法治的问题，这也是没有现代法治就没有现代金融的原因。

在晚清洋务运动时期，不仅没有现代法治，而且也没有相应的证券、金融、公司法。那么，靠什么来为“一臂相隔的金融”提供所需要的信用基础和契约执行架构呢？“官办”“官督商办”等以政府信用支持的金融体系可能是当时可行的解决近渴的办法，否则难以达到快速追赶西方的效果。比如，1896年，中国通商银行计划从私人手中筹资700万两白银，用来修建北京至汉口的铁路。但那次计划很快失败，盛宣怀和张之洞最终意识到像这样的大项目，如果官府不拿出建设资金，除了借外债，不可能从民间融到所需要的资金。1898年盛宣怀写给皇帝的奏折中说，铁路局当初计划从民间筹资修建铁路。但华商往往只在项目已建成并有实实在在盈利之后才愿意投钱……华商以及百姓购股之事，实属少见。他们或许在完工之后购股投资，但不要指望他们在新项目之初就投资。[2]

甲午战败之后，人们开始认识到中国自1872年开始的“金融洋务运动”失败的一个重要原因，就是因为没有公司法以及其他相关民商法。于是，晚清政府于1904年推出中国第一部公司法——《公司律》。当然，对习惯于以传统民俗道德为商业契约执行主体的中国人来说，运作并接收西方“非人格化的”法治自然不是一两天的事。《公司律》颁布之后至1908年间，全国只有227家公司正式登记注册，其中99家在江苏和上海。可见，尽管朝廷的用意是通过《公司律》为华商企业提供保护，为其融资经营提供便利，但并没有多少人对其有信心。

现在回过头来看，通过官办以及官督商办为洋务企业提供的政府信用可能的确解决了当时的近渴，否则洋务工矿企业难以获得社会的信任，私人也不一定会出资。但是，官方信用的存在也同时扼杀了民间自发产生非官方信用机制、产生自发契约执行机制的动力，让大家的注意力不是放在建立民间行规上，而是放在如何打通官方权力上，从而滋生腐败。

有意思的是，1911年清朝结束，民国成立，随后的近二十年里，中国处于军阀林立状态，政府权力衰弱，而这期间中国近代证券有了重要发展。比如，1912—1927年，共兴办资金在万元以上的新式工矿企业1984家，投入资本总额达4589万元；新成立现代银行311家，投入资本总计11943万元。1921年，通泰盐垦五公司成功发行了中国的第一笔公

司债券，价值500万元。这期间也发展出来一大批专营股票、债券的证券公司，一时间，上海的福州路、汉口路、九江路旁证券公司林立。对于如何发展证券市场而言，证券公司作为金融中介，是市场的中流砥柱。

为什么在1911—1930年，证券市场反而发展得很快？原因很多，其中之一是当时政府信用很低，因此“官办”或“官督商办”都不一定能给企业带来更高的信用，“官路”不通。同样的道理，那段时期政府对市场、对经济的管制很弱，也顾不上。在这种环境下，华商必须自发形成自己的行规，为市场交易创造所需的制度环境。一方面，那段时期的民间行会发展迅速，对同行的契约行为和声誉进行主动规范。比如，上海钱业公会、上海股票商业公会、银行公会、信托业公会等，对相应行业的准入、退出和处罚都有详细的行为规则，这些民间自发、自律的行业组织更加有利于市场诚信的建立与维护，是行业内部的契约执行机制。另一方面，当时的不同租界设有法院或仲裁机构，因此除了民国法院外，商业交易的双方还可选择其他法院作为其裁决机构，这反过来促使各法院相互竞争。其结果是客观上给上海等地提供了越来越可靠、公正的外部契约纠纷解决机制，使上海的金融发展有了更可依赖的制度架构。

改革开放以来的金融发展

中华人民共和国从20世纪80年代后半期开始重新恢复股份制企业并试图发展股票等证券市场，但我们发现，从晚清到民国时期上海金融业所积累的经验已基本被遗忘，万事又得从头开始。从洋务运动到现在，虽然“硬的”科学技术在中国已经扎根，但在140年后的今天，“非人格化的”现代金融却还是举步维艰，现代金融所需要的契约执行架构还不够到位，现代化的过程还在继续。

在相当程度上，改革开放以来的金融变革一直是在寻找一组既能妥善理顺“委托—代理”关系链，又能可靠执行金融契约的制度安排。不管是其他国家的经历，还是晚清与民国时期的经历，都表明虽然由国家信用做金融的后盾能提供便利，但它也会阻碍金融业的创新和金融所需要的制度变革，而且也必然导致资源配置的不合理，让太多资源浪费在形象工程上。没有民间金融的自由发展空间，没有现代法治，就难有现代金融。

虽然我们在这里讨论的是金融发展的问题，但实际上这直接涉及文化的问题。我们有必要从文化的社会与经济功能角度去理解今天的中国发展。换言之，什么样的文化才真的能为今天的中国社会恢复诚信、建立新的良序？这实际上是一个契约执行架构的问题，社会良序需要可靠的契约执行架构，经济良序也需要可靠的契约执行架构，这样人们才会"守信"。按照我们前面所谈到的，在传统中国人口流动少、市场范围窄的情况下，儒家文化或者任何传统社会的文化都能胜任这些保证信用、促进契约执行的功能。也就是说，如果中国还没有广泛的铁路网、公路网、空运网，以及电话网、互联网、电视网的话，或许恢复传统文化即能达到希望的效果。说到底，不管是美国人、法国人还是中国人，没有人天生就喜欢那些冷冰冰的、又长又厚的契约合同，也没有人喜欢那些漫长的"非人格化的"司法诉讼。但是，在社会交往、市场交易远远超出本地甚至本国，超出"熟人"圈子之后，仅靠传统文化是不够的，以"非人格化的"法治为特征的现代文明已经不是什么"要还是不要"的问题，已经没有选择，否则就难以发展出现代金融，也难以有社会良序。

---

[1] 本文是2007年为李利明、曾人雄著《中国金融大变革》写的序。

[2] 这里不是原文，而是根据阿尔伯特·费维恺（Albert Feuerwerker）于1970年所著的《中国早期工业化》（*China's Early Industrialization*）一书的第237页英文翻译而来。

第三篇

金融危机的逻辑

第12章

从美国次贷危机中学到什么[1]

金融危机对美国已不是新鲜事，自19世纪50年代到现在差不多每十年重复一次，每次起因和形式各异，但都促使金融法律与监管体系的改良，提高美国整体资本化和金融化能力，深化了美国金融经济。那么，2008年这场由次级按揭贷款引发的金融危机结局会如何？给中国的启示是什么呢？

危机的结局

金融危机爆发之后，从媒体上得到的印象似乎是美国经济与社会已进入“水深火热”之中，但从当时的美国社会生活以及已公布的宏观数据来看，美国人民危机感受并不明显。为什么会这样？我们可从三方面看。

首先，危机之后，美国的失业率只有5.1%，收入虽然增长不多但还在增长，GDP也在增长（虽然增速低于1%）。贝尔斯登等华尔街公司几近破产，但其他行业照常在经营。这些跟20世纪30年代美国失业率为25%、经济全面萧条、众多行业的企业破产形成鲜明的对比，而且也没有再出现像“大萧条”那样的全面危机。因为现代美国的社会保障体系相对完整，而“大萧条”之前政府提供的这些社会福利体系都不存在。有了这种社会保障体系，即使就业局面和收入局面出现恶化，受影响最深的社会底层至少能靠政府福利满足生存需求，这是与20世纪30年代的最大区别之一。

第二个方面表现在，美国经济与世界经济的联系程度史上新高。1960年，来自国外的盈利占美国公司总利润的7%；1990年，这一比例上升到18.5%；2000年达到24.8%；2007年第四季度，来自国外的盈利占美国公司总利润的33.33%。也就是说，危机出现之时，美国公司1/3的利润来自国外，使其对国内经济的依赖度比以前大大减少。比如，2007年第四季度，美国公司的海外利润同比上涨19.1%，而其美国境内的总利润下降6.5%，两者加在一起之后，美国企业的总利润同比还增长

2%。再比如，在2008年的金融危机中，美国金融行业（包括房地产业）受到的冲击最大，但金融企业利润占美国企业总利润的27%，低于美国企业的海外利润比重。因此，只要其他国家的经济增长能持续，美国企业的海外利润不仅能抵消金融业的损失，而且使美国企业的总利润不至于下跌，这样，就业水平、家庭收入水平也不会受到太大的冲击。相对于过去而言，全球化已经改变并强化了美国经济对抗危机的能力，许多传统的金融风险、经济风险已经被淡化。

第三方面在于美国的经济结构已与过去、与发展中国家完全不同，更多的是财富型经济。美国经济早就超出了温饱型追求，其恩格尔指数早已低于20%。也就是说，这个社会是以剩余的增加、为非生存所必需的消费而发展，生存消费不再是问题。到2007年，美国家庭的总体财富为73万亿美元，其中一半左右是靠过去10年资产升值累积来的。在财富结构上，房地产占家庭总财富的11%左右，剩下的主要在股权类财产上。这种损失当然大，任何人受到这种损失都会感到痛。但是，我们知道对于多数美国家庭来说，这些财富本来就是未来才要花的钱，是养老、意外事件发生时才用的钱，而不是今天要花费的，所以，财富缩水对短期内的生活基本没有影响。随着经济的复苏，资本市场继续恢复信心，那么，这些财富损失可能在一年内还原。

去掉家庭债务后，美国家庭的净资产大约为58万亿美元，相当于全美家庭可支配收入的6.9倍。这些私人财富等于给美国社会提供了一种对冲经济危机、对冲金融危机的缓冲器，当经济出现萧条时，从这个财富“缓冲器”中取出一些即可让社会渡过难关；而在经济恢复增长时，资产的升值又可往这个“缓冲器”中补充一些新财富。这就是自20世纪30年代经济大危机之后，美国虽然经历过多次金融危机和经济紧缩，但每次都能恢复甚至其经济结构还能得到改善。关键是在美国的生产性资产、土地财产的私有化，个人家庭就不仅能分享到经济增长所带来的资产升值，而且在经济出现萧条时能依靠这种财富“缓冲器”渡过难关。

虽然媒体上关于美国金融危机的讨论让人对前景十分担忧，但到本文成稿时，美国股市从2007年的最高点也才回落5%。其原因除了美联储的降息动作外，也因为美国公司1/3的利润来自境外。这样，只要其他国家的经济不出现大滑坡，美国公司利润受到源自美国危机的冲击会有限，因此，美国股票价格受本国经济的影响较以前小了许多。

2008年金融危机的起因到底是什么

对2008年金融危机的解读已经很多，从本质上看，当“委托—代理”关系链太长或被扭曲之后，没有人会在乎交易的最终损失，时间久了就要酿成危机。为看清这一点，我们先回顾一下次贷危机的背景。

1938年之前，美国的住房按揭贷款、消费信贷市场跟今天中国的情况类似，商业银行、储蓄信贷银行等金融机构基本都是自己吸收存款、自己放贷、自己收账，当然也自己承担坏账风险，也就是说，放贷者和风险承担者是同一家银行。那么，银行对放贷行为自然不会随意，而是会对借款方的还贷能力严格审查，只要银行是真正自负盈亏，只要其内部激励机制合理，坏账概率一般会很低。可是，这样做的不足是，银行愿意提供的按揭贷款资金会很有限，因为如果提供的按揭贷款期限是15年、30年，那么，贷出去的资金要30年后才回笼，这种贷款对银行来讲流动性太差，万一银行急需资金，这些贷出去的资金难以收回，就会形成流动性风险。为避免流动性风险，金融机构的贷款供应量就会减少，这当然对美国社会非常不利，因为这意味着许多老百姓家庭买不起房子。为了让更多美国家庭能买到自己的房子，这些按揭贷款的流动性问题必须解决。

这就有了1938年推出的联邦国民抵押贷款协会，即房利美（Federal National Mortgage Association，简称Fannie Mae），它的作用是专门买那些银行想转手的按揭贷款，也就是，任何时候任何银行需要资金时，它们可以把已放出去的按揭贷款合同卖给房利美，后者付给前者现金。于是，这些15年、30年期限的按揭贷款就被变成“活钱”了，具有了充分的流动性，大大减轻银行为放贷所要承担的流动性风险，这也当然增加银行放贷的倾向性。总体效果是，银行的风险小了，社会能得到的住房按揭贷款资金多了，所要支付的贷款利息也低了。

接下来的挑战是，毕竟房利美的资金供应不是无限的，它不可能无止境地从银行手中买下按揭贷款。为了进一步增加按揭贷款资金的供应量，也为了分摊房利美的贷款风险，1968年，美国成立了另一个叫美国政府国民抵押贷款协会（Government National Mortgage Association，简称Ginnie Mae）的半政府机构，也就是吉利美，专门将从美国各地买过来的各种住房按揭贷款打成包，然后将贷款包分成股份，以可交易证券的形式向资本市场投资者出售。这种按揭贷款证券（mortgage backed securities，MBS）的好处很多，它进一步增加了住房按揭贷款的流动性，使按揭贷款资金的供应量几乎是无限的，更大的好处在于，按揭贷款风险不再只由银行和房利美承担，而是通过证券化细化，分摊

到成千上万个资本市场投资者身上，分摊到全球各地的投资者身上，造就了前所未有的全球证券金融市场体系。

围绕住房按揭贷款的金融创新层出不穷，从20世纪90年代开始，特别是最近几年，许多华尔街公司也加入这个创新领域，与房利美、吉利美竞争。比如，华尔街公司把各种住房按揭贷款打包之后，将这些贷款包的未来收入流分拆成A、B、C、D四层“子证券”，这样，如果这些按揭贷款在未来出现坏账，那么，最初的5%之内的损失由D层证券的投资者承担，如果坏账损失超过5%，那么在5%~10%间的损失由C层证券的投资者承担，10%~20%间的损失由B层证券的投资者承担，更大的损失发生时则由A层证券投资者承担。这样，A层证券的风险最低。

金融创新还不止于此。因为在这些金融机构推出众多按揭贷款创新证券品种之后，品种繁多到令投资者眼花缭乱的程度，并且这些创新证券的收入税率差异也很大。所以，又出现了将这些不同类型的按揭贷款衍生证券进一步打成包，再以基金或衍生证券的形式把这些衍生证券包分成股份卖出去的做法，这就是结构性投资工具（structured investment vehicle，SIV）这类金融产品的背景。这些由按揭贷款衍生出来的证券的衍生金融产品，其目的大致包括为不同风险偏好的投资者提供各类风险水平的投资品、为不同税率的投资者提供避税的投资品等等。这真是各尽所能，各取所需。

比如，按揭贷款抵押证券往往每年付息较多，这种利息属普通收入，没有税率优惠（税率在40%左右）。相比之下，如果是证券价格上升，那么投资者的升值收入属资本所得，个人所得税的税率则只有普通收入税率的一半（约20%)左右。因此，对于私人投资者而言，他们不喜欢太多的利息收入，而更偏好资本升值收入。可是，由于退休基金、捐赠基金等机构投资者不需要支付所得税，对它们而言，它们会更喜欢利息收入。这样一来，就有了将按揭贷款抵押证券的未来收入流进行拆分的金融创新，将其分成两种证券：一种证券的投资者得到所有利息收入，另一种证券平时不付息、等到若干年后只拿到贷款本金（也就是只有资本增值，没有利息）。前种证券是针对机构投资者，而后者针对私人投资者。

过去几十年，围绕住房按揭贷款的多种金融创新为美国社会提供了巨大的购房资金，其贡献自不必多说，但也带来了严重的结构性问题，尤其是这一长条的按揭贷款衍生证券链，使资金的最终提供方与最终使用方之间距离太远。由于每一环金融交易包含着新一环的委托代理关

系，在资金的最终提供方与最终使用方之间的距离太远之后，多环节的委托代理关系必然导致道德风险、不负责任的程度严重上升。

例如，近几年，许多在最前面直接跟借款方打交道的银行、金融公司（按揭贷款公司）根本就不管借款人是否有好的信用、今后是否有能力还债，因为这些银行和按揭贷款公司在把款贷出之后，赚取手续费，一转手就把按揭贷款合同卖给房利美和华尔街公司，由后者再将贷款打成包以证券卖出，这样，委托代理链上的每一方都可以不负责任，都只赚服务费，所有的风险都由最终投资者承担，而这些最终投资者又离前面的直接放贷者、打包者隔了好几层委托代理关系，没法行使太多的监督，于是，系统性风险就有机会日积月累了。

委托代理链太长之后，对中介服务机构的需要也当然增加，比如，需要专业证券评级、审计服务等，这些服务本身也是委托代理关系，自然催生道德风险。特别是当证券评级公司必须在证券发行方付费的情况下才给予评级的时候，其中包含的利益冲突、道德风险达到极点，使证券市场的信息可信度大打折扣。

除了因委托代理链太长所带来的结构性问题之外，格林斯潘时代的美联储货币政策是否是本次金融危机的主因呢？一种观点认为，在2000年纳斯达克网络股泡沫之后，美联储大幅降息，让联邦基金利率在1%的水平上停留一年之久，给美国社会提供了大量廉价资金，使房地产泡沫持续膨胀，因此就有了当今的危机。好像如此，廉价资金当然给资产泡沫火上浇油，持续的低利息政策在一定程度上使本次危机变得更严重，但是，这不是根本原因。因为上面谈到的不负责任的放贷行为是结构性问题，跟利率的高低没关系，不负责任的放贷行为、有利益冲突的证券评级等才是这次危机的主因。

那么，为什么格林斯潘时代的货币政策不是主因呢？判断货币政策是否适当的唯一最合适的指标是通货膨胀率。当然，我们可以争论通货膨胀率指数的构成合不合适，是否让资产价格占更高的比重等等，但这些是具体的技术问题，不能改变通货膨胀率是判断货币政策是否适当的最好指标这一基本原理。正如我们以前谈过，流动性相对于GDP或任何产出指标的比例上升，本身并不能说明流动性过剩，因为，一方面，随着交通运输和通信技术水平的提升，原来没有被市场化的许多隐性人际交易在相继被市场化，也就是被货币化，需要货币来支付。比如，原来靠家庭、家族实现的隐性养老、保险、信贷、融资服务，现在已经被金融市场所取代；原来靠朋友间的帮忙与礼尚往来实现的互助隐性交易，

现在由搬运公司、出租车、旅馆、餐馆等市场化企业所取代；原来自家种粮食、自家做饭，因此不需要用货币结算，现在越来越少的家庭自己种粮、自己做饭，而是去市场上买。按照同样的道理，国际贸易的上升本身也会增加对货币供应的要求。这些市场化发展都要求有更多的货币供应，不仅在中国如此，而且在全球都基本如此，使各国的货币供应量与GDP之比持续上升。另一方面，随着各国将“死”财富、“死”资产和未来收入流进行资本化的能力的提升，流动起来了的财富（包括未来预期的财富）都在增加。金融资本的增加自然也增强了各国的流动性，全球流动性也因此上升。由这两方面原因（市场化和金融资本化）所引发的流动性上升跟中央银行货币政策无关，所以不一定带来通货膨胀。换个角度看，其意思是，只要通货膨胀不是问题，单纯的流动性增加就不是问题，央行货币政策必须以控制当前的和未来的通货膨胀率为目标。

按照这一标准，我们看到，2000年互联网泡沫之后，虽然美联储让基准利率停在1%的水平上达一年之久，但美国通货膨胀率在2001年为2.85%，2002年为1.58%，2003年为2.28%，随后的几年里都没超出3.4%。实际上，在1992—1999年，美国的通货膨胀率最高只有3.01%，最低为1.56%。从这些指标看，格林斯潘的美联储至少在货币政策上尽到了它的职责，成绩突出。

重新审视美国式金融资本主义

金融危机爆发后，我们自然想知道，美国式金融资本主义是否已走到尽头？对于起步才几年的中国金融市场来说，是否还有必要深化发展各类证券型金融市场？是否该重新回到以银行为核心的金融体系？

我们首先看到，以证券市场为主旋律的金融体系是美国自19世纪后半期开始崛起的核心基础。我们可能认为科技创新、技术革命才是美国过去两个世纪的主要优势，从表面看这当然没错，但从更深层看，如果不是美国资本市场所提供的激励催化器，大家看到的美国创新与创业文化是难以持续的。正如笔者以前多次谈到股市给创新者、创业者提供了一种前所未有的将未来收入预期提前变现的机器，这种提前变现亦即“退出机制”，催化创业创新。没有美国式资本市场，美国社会在过去一个半世纪中就没有那些千千万万个年轻人的创新财富故事；正是这千千万万个盖茨的故事激发了一代又一代的创新者、创业者，以至让创新创业精神内化为美国文化的一部分，贯穿到大学、中学乃至幼儿园的教育中。

无论是最显性的股票市场、债券市场，还是基于按揭贷款、学生贷款、信用卡贷款等的衍生证券，其最终目的，一方面是为社会提供更多的资金和更方便、成本更低的配置资源的手段，另一方面是让个人、家庭、企业和政府能够更多地将“死”财富转化成能“以钱生钱”的资本，这包括土地、矿产、房屋等“死”的“不动产”财富，还有各种未来收入流，比如企业未来收入流、个人未来收入流，这些本身都是不能拿到今天来花或做再投资的财富，通过将这些“死”财富证券化，它们就都变成了“活”资本，也让人们能把未来的收入用来做新的投资，进而又改变未来的收入机会。

在这次金融危机中，我们再次审视美国人的借债消费模式，这种模式是否应该终结？毋庸置疑，美国政府的财政赤字不能再继续膨胀，特别是在民间投资回报短期内会持续偏低的情况下，靠公债维系政府开支的模式是不合算的。也就是说，在新一轮激发生产力提升的技术出现之前，在财富创造力发生新变革之前，减少政府开支、适当加税以降低财政赤字，应当是上策。但是，对个人和家庭而言，放弃住房按揭贷款、汽车贷款、学生贷款，甚至偶尔用到的信用卡贷款以及其他金融工具，既不现实，也不应该，这是由一般人一生中的收入周期所决定的。也就是，年轻时最有时间花钱、最需要花钱时，往往是一生中收入为负或最低的时候，而等到过了中年，最不需要花钱，也没那么多时间花钱的时候，又偏偏是收入最高的时候。正因为这点，才有必要使用住房按揭贷款、汽车贷款、学生贷款等金融产品，它们的作用是帮助我们尽可能把一辈子的收入在不同年龄段之间拉平，让个人一辈子的消费更趋合理，以免有的年龄段中钱少得要饿死，另外的年龄段中钱多得无处花。由此看到，美国靠金融推动的发展模式不仅会继续，而且也应该被更多的社会所吸收、推广，因为它既促进消费内需的增长，又增加个人一辈子的总体福利。既然如此，为什么这种模式要终结呢？

因此，金融危机后，美国的经济模式没有改变，也没有人要终止金融证券业在美国经济中的地位，面对的挑战仍然是一个如何改良的问题。如果说“借债消费”过头了，那是量的问题，属于改良的范畴。更确切地讲，是如何找到一种新的制度安排，以减少多环节委托代理关系链所带来的道德风险，使每个环节的交易方都能勤勉负责，保证“花别人的钱也心疼”。这等于把我们又带回到社会组织、经济组织、市场交易设计中的经典问题，是委托代理关系和激励机制的设计问题。这次次贷危机带来的教训是，直接与借款方打交道的中介商必须要分担一定的坏账风险，证券评级公司、审计公司也必须承担后果，而不能像现在这样，做

好做坏照样收取固定的服务费。另一方面，随着资金的最终使用方与最初提供方之间的委托代理链不断拉长，整个交易链中涉及的金融中介公司越来越多，就像这次次贷危机所表现出的那样，其中有按揭贷款公司、商业银行、华尔街券商、证券评级公司、信用保险公司、基金管理公司、投资咨询公司、机构和个人投资者，这些金融中介一环扣一环，如果一环崩溃，整个金融市场体系就可能被拖下水，演变成系统风险。因此，金融交易链被拉长之后，市场中所隐含的公共利益也大大上升，为适应新局面，政府监管架构也必须做相应调整。这些也正是美国各界正在探讨的问题，而最终的改革也让美国金融化、资本化的能力得到优化。

给中国的启示

美国次贷危机给中国的启示是什么？对于当初认为“美国的金融证券市场最发达，所以不应该有金融危机”的人来说，这次危机或许显得很突然。但是，当我们看到金融交易的内容是无形、无味、无色的支付许诺，我们会认识到金融市场是最能滋生违约风险、道德风险的温床，因而最难发展，对制度的要求远高于一般商品市场。特别是当金融交易链中的环节不断增加之后，人的本性决定了委托代理关系必然会带来越来越多的系统风险，美国也不例外。这次危机再次证实了发展金融证券的艰难。

不发展金融自然不会有金融危机，只要发展，就必然时常碰到问题。今天中国因为没有那些五花八门的按揭衍生证券，所以没有金融危机，而美国有了这些才时常出现金融危机，这本身并不说明中国的金融欠发展是正确的，是对中国社会更有利的事。而如果中国或任何国家从此限制金融创新，过度强化金融管制，无异于因噎废食。只有进一步鼓励自发的金融创新，放开金融市场的手脚，中国的金融市场才能深化。

说到底，中国无法回避金融发展这一挑战。第一，2019年，中国人均GDP已超过1万美元，标志中国已解决好现时的温饱需要，接下来发展的重点是解决好未来生活安全问题，这包括养老、医疗、意外风险防范等，这些都涉及收入、价值在不同时空之间的配置，而这又是金融交易的核心，也只能通过金融市场来实现。只有发展好金融证券市场、深化各类金融产品，中国家庭才能安排好未来方方面面的生活需要，最大限度地规避未来的生活风险，人们今天才敢增加消费，促进内需增长。

随着人们收入的增加，对金融市场的需求必然上升，金融交易链必然越来越复杂。

第二，虽然美国因为按揭贷款证券化的交易链结构性问题而出现危机，但这些证券化技术本身是极好的金融创新，非常值得继续推广。目前在中国，住房按揭等贷款完全由银行提供，这不仅不利于风险在更广泛的范围内“各尽所能”地分摊，而且按揭贷款、学生贷款、信用卡贷款的流动性太低，势必增加银行的风险，制约资金的供应量，从而抑制国内消费需求的增长。没有这些“把未来收入往今天的消费转移”的金融工具，就无法改变中国人“年轻时最能花钱却是一生中最没钱的时候，年长时最不想花钱却现金最多”的局面，也不利于内需的增长。

第三，中国资本化、金融化的能力还有限，也就是说，自造金融资本的能力还有限，这也呼唤着金融证券市场的深化和多元化发展。笔者以前在许多文章中谈过，中国历来就有很多土地、资源、企业未来收入流、个人未来收入流，但这些“死”财富、不能动的未来收入却很难被资本化，不能变成今天能消费也能用于再投资的“活”资本。好在最近几十年，随着海外资本市场通道的打开、国内资本市场对民企的开放，至少部分行业已经尝到将资产和未来收入流资本化的甜头，不仅激励了互联网、传媒、太阳能、零售、餐饮、制造等众多行业的创新创业活力，而且资本化也成就了李彦宏、马云、江南春、沈南鹏等许多年轻亿万富翁，激发了整个社会的创新、创业文化。金融资本化发展给中国社会带来了创新的活力。

熟悉美国经济史、英国经济史的学者知道，不应该因一次金融危机就放弃金融化、资本化的发展。实际上，在1720年，因为南海公司股票泡沫的破灭给英国带来金融危机，英国议会“因噎废食”地通过著名的《反泡沫法案》，使英国公司从此再不能向公众发行股票。他们害怕股票类证券继续成为一些人骗钱、制造金融危机的工具。那次法案的实际效果是使英国股票市场停滞了130年，等到1860年英国重新允许私人公司发行股票、恢复股市发展时，美国已经领先了。就这样，英国把股市这一人类迄今为止最好的激发创新、加速实现未来收入的机器让给了美国，使美国成为全球的创新中心。这次美国次贷危机给我们提供了一次极好的学习机会，如果是建设性地去跟踪、研究，对中国经济的进一步崛起会有帮助。

---

[1] 原文刊于《21世纪经济报道》，2008年5月10日。有改动。

第13章

如何理解为解救危机而持股银行[1]

我的两个女儿相差一岁半，老二个子长得相对较快，三岁后差不多就能穿姐姐的衣服。刚开始，为了培养姐妹互爱、共享的习惯，我夫人跟她们说好，妈妈给她们买的衣服，是两人共同拥有的，属于“公共财产”，谁都可以穿，不能一人独霸。

几个月后，妈妈发现，姐妹俩不仅穿衣服时毫不珍惜、不负责任，而且经常为抢衣服大打出手，陈晓说她先拿到，陈笛说是她先拿的，两人各抓衣服一头，谁也不放。到后来，局面演变到，只要一方想要穿哪件，另一方肯定也要那件衣服。

“共有”制度失败后，我夫人王蓓只好改变制度，每次买衣服时，先说好这件是陈晓的、那件是陈笛的，明确产权，并规定谁要穿对方的衣服时，必须事先得到同意才行，不可以在没有得到所有者同意的情况下穿对方的衣服。把产权具体、明晰化到个人之后，不仅那些为衣服大吵大闹的情况减少很多，陈晓、陈笛对衣服也更加爱惜。

个人对自己东西爱护、对公有东西无所谓，是这么自然，在我女儿那么小，就知道区别对待自己的和公有的东西。产权归属明确，不仅是社会最基础性的激励，而且是社会良序、个人权利的基础，也最尊重人性。

2008金融危机发生后，各国经济因美国金融危机而全面受挫，危机之下，从美国到英国、荷兰、德国、法国、意大利、西班牙、冰岛、匈牙利，以及中东国家、拉美国家等，都在由政府接管银行、券商或保险公司，要么全资国有，要么由国家实质性控股。于是，不少同人开始怀疑自20世纪80年代开启的全球私有化改革：这是不是对过去二十余年私有化的颠覆，是不是“再国有化”的起点？从我女儿她们的表现中所看到的人性是否真的可以被强制改造？

政府接管危机公司在美国不是第一次

首先，我们看到，美国政府接管银行跟我们熟悉的国有制不是一回

事，也就是说，今天美国和西欧国家由政府持股一些大银行，只是过渡性的危机处理手段。实际上，19世纪之后，出于不同的理由，美国也多次这样做过。在第一次世界大战期间的1917年，为了保证战争运输的顺利进行，联邦政府强行接管并经营美国的铁路公司。一战结束后，1920年，政府重新补偿这些铁路公司的原债券投资者和股东的经济损失，同时将这些公司转让给私人投资者，由民间自己经营。

同样是出于战时紧急状态与军供安全的理由，二战期间，美国政府接管了几十家私人铁路公司、煤矿公司以及杂货零售公司，到战后再还给民间。1952年朝鲜战争时期，美国私人钢铁公司威胁要进行全面罢工，断绝战时钢铁供应，结果，杜鲁门总统宣布由政府接管88家钢铁公司，以保证国家安全。可是，接下来，钢铁公司的股东们集体起诉，指控总统命令违宪，最后，官司打到美国最高法院，最高法院判定总统越权，命令将这些钢铁公司归还给私人股东们。

在金融行业，20世纪30年代大萧条时期，政府接管过很多银行，其中规模最大的举措要数1932年由联邦政府成立的“国家再建金融公司”（Reconstruction Finance Corporation），它不仅给处于危机中的金融公司提供贷款，而且花13亿美元（在相对规模上相当于今天的2000亿美元）买了近6000家私人银行的股份。等经济复苏、银行业稳定之后，由“国家再建金融公司”代表政府持有的银行股份都卖给了私人投资者，或者干脆让这些政府拥有的银行私有化。

1984年，当时美国的第七大银行——大陆伊利诺伊银行（Continental Illinois Bank and Trust）在得州等地因投资油田导致呆坏账太多，出现潜在的挤兑危机。由于那家银行太大，“大到不能倒”，随时威胁金融市场的稳定。为避免一场金融危机，联邦政府注入资金并接手其80%的股份。在政府因呆坏账而损失近10亿美元后，该银行被重新改组私有化，变成了今天我们熟悉的美国银行（Bank of America）。

最近的一次政府接管银行是1989年联邦政府成立的“信贷银行清算公司”（Resolution Trust Corporation），其背景是20世纪80年代利率高涨，大量信贷银行资不抵债，一场金融危机眼看要拖垮美国经济。“信贷银行清算公司”代表联邦政府接手747家私人信贷银行，共接手近4000亿美元的呆坏账。该机构再将这些银行资产一一卖给私营企业。到1995年，纳税人共付出1240亿美元左右的代价，但银行业全面恢复正常，“信贷银行清算公司”使命结束，当年就关门了。

美国的救市或者由国家控股私人企业，有两个特点：其一，只是在

危机出现并且其他补救方式都无效时，政府才出面，目的不是要由政府长期经营，只是为了解决危机，或者为了特殊的战时所需；其二，一旦危机过去，市场信心恢复并正常运行后，政府就从那些国家持股的银行、金融机构或企业中淡出，将股份转售给私人或私营企业。

这种因危机所引起的国家持股，不是国家把民间力量从行业中挤掉，不是要将民间私有财产全面国有化，不是由国家来经营经济，而是在出现市场危机时为民间市场提供援助。也就是说，这种因危机而接管金融机构的手段，是对私有制经济的补充，而不是对市场、对私有制的取代。

市场经济没有终结

在市场出现危机时，政府干预是不是否定市场经济理念呢？不理解人之本性的人会认为这证明计划经济、国家调控的经济是人类的重新选择。但我们以前的教训、苏联的教训都告诉我们：我们需要市场经济。

但是，我们也必须认识到，没有人会天真到以为今天还能像200年前那样有一个没有政府影子的绝对自由市场。在传统社会以村、以局部地区为核心的市场中，由于各地市场相对封闭、相互影响小，一个地方的市场出了问题，即使没有政府救市，后果再严重也危害不到全社会。那时候，政府救市的直接成本和间接“道德风险”成本会远高于其好处，因此，以前可以有几乎绝对自由的市场经济。现在，不管是一国之内，还是跨越国界，各地区市场都已被整合到一起，特别是随着全球化的深化，金融市场已不是一个地区、一个国家的分割市场，而是真正国际化了的市场。在这种时候，如果一个市场因信息不对称而引发信心危机并全面崩盘的话，整个世界经济和社会将会产生前所未有的震荡，这涉及太多的公众利益。

说到底，还是工业革命所带来的市场范围不断扩大，改变了市场与政府间的边界。在1800年前后，美国95%的人口生活、工作在农场上，种粮食和做手工基本是为了自给自足。除了靠近大西洋海岸、密西西比河、俄亥俄河等靠海或靠河的少数地区的农场外，其他地方的美国村庄即使有剩余粮食，也很难跨地区运到市场上销售，交易范围很有限。整个美国的货币供应量才2800万美元，今天意义上的金融证券市场才刚刚萌芽，更谈不上有全美一体化了的金融市场了。所以，在那个时代里，市场很少出问题，即使出了问题，也用不着政府来救。那时，还没有商

品期货市场、期权市场，更没有住房按揭贷款证券，没有投资银行，那些都是19世纪后半期的事情。

由于19世纪下半叶铁路网络、电话网络等的发展，到了20世纪初，美国各地的商品市场以及股票市场、债券市场、期货市场等，把美国各地区紧紧地连在一起。到20世纪20年代，美国各地的实体经济和金融经济算是真正地被整合为一体了。从那时开始，市场危机和全社会危机被等同起来，因为一个地方市场的感冒已经能让各地市场都咳嗽了。

但是，那时美国政府并没有完全意识到那种市场一体化程度对政府与市场边界的界定点的影响，还是认为政府和市场可以完全分开，不需要政府介入危机处理。真正教训美国社会的是1929年开始的金融危机以及由此引发的经济大萧条，它让人们看到，当市场跨地区整合到一定程度，当金融交易的复杂度、广度和深度上升到一定层面时，有些市场参与者居然能到“大而不能倒”的地步。经过那次教训，“罗斯福新政”对美国政府为市场提供的制度架构进行了全面的梳理，为以后的发展奠定了根本性制度架构，使政府的边界适当往外延展。

20世纪30年代的危机是因为美国各地市场已经全面一体化，金融市场逐步向纵深发展，但政府的制度支持与监管架构没有跟上，所以导致了危机。而2008年的这次危机是因为商品市场和金融市场已全面跨越国界，已全球化了，但并没有相应的跨越国界的制度和监管架构，所以，也导致今天的全球危机。在这种“救火”时期，由政府先出面接管，是市场与政府的合理边界发生变化之后的必然结果。

国家在市场中必须承担维护产权和契约权益的责任，也应当建立和维护市场所需要的制度架构。此外，当意外市场事件威胁到太多公众利益时，政府有责任出面保护公众利益。相比过去，政府介入的必要性确实高了很多。

当然，如果政府干预救市，会带来很大的道德风险，这也是代价，也会很大。这就是为什么全球化的社会里政府的作用和角色重要了很多。但在权力增加的同时，对权力进行监督制约的必要性也大大增加，因此，就出现了现代民主政治制度。这些同步发展不是偶然的。

我们必须看到，在关键时候，政府不救市会有很大社会成本，但救市有好处，也有道德风险，两害相权究竟谁重谁轻？由谁来判断？做出判断的人是否公正客观？是否有可靠的制度架构保证其公正客观？所以，政府可以在市场危机关键时候起重要作用，但是必须在问责架构下

干预市场。

这就是为什么在中国，伴随政府干预市场、解救市场危机的频率越来越高，对政府权力的制约和问责机制也必须跟上，必须有相配套的政治改革，否则，政府权力的扩展反而会给社会带来更大的代价。所以，我们不怕看到政府因为其与市场的边界发生变化而频频介入市场，我们怕的是只看到政府权力的扩张，而见不到对权力的制约和问责。

---

[1] 原文刊于《经济观察报》，2008年11月17日。有改动。

第14章

美国式的借贷消费模式会改变吗[1]

2005年，大卫·拉普卡从耶鲁大学读完MBA，在康州的一家基金管理公司找到工作，年薪12万美元。他知道，自己未来的收入和财富前景很好，今后的年收入会更高。只是他当下的现金财富非常有限。小时候，他立志要自立，要靠自己的收入养活自己，以此换得最大化的个人空间。读大学时，为了减少父母的负担，他借了学生助学贷款3万美元，读MBA（工商管理硕士）时又借了3万美元助学贷款。所以，到2005年开始工作时，大卫共欠债6万美元。但是，那时他必须要买辆车，这又要花2万美元；同时，他又刚刚跟交往了多年的女朋友结婚，要花17万美元买栋房子。

大卫的确感到经济压力很大，让他极为痛苦的是，他知道此后的收入会很多，特别是到他退休时财富会最多，可是，他现在28岁，正是成家立业最需要钱的时候，而此时偏偏最没有现金，还负债！好在有按揭贷款银行。他算了一下，如果再借钱买车、买房子，他会累计欠债25万美元，如果按30年分期付款，当时的利息是5.5%，这样，未来的月供是1800美元左右。这样算下来，还不错，因为他未来月收入预计1万美元，去掉纳税以及保险、退休金等之后，能拿到手的还有6000多美元，也就是说，债务月供还不到可支配收入的1/3，他还有4000多美元可做其他开支。三年之后，大卫的年收入已超过20万美元，有了一个女儿，开始迎接第二个宝宝的到来。

大卫的故事在美国当然很典型，也是美国靠借贷推动消费，再靠消费推动增长的经济模式之典范，有钱家庭出身的人如此，劳动阶层出身的人也如此。这种模式之所以在美国社会如此根深蒂固，是由人一辈子的收入轨道决定的，年轻力壮时最没钱，到年老退休时钱最多，而花钱消费的年龄轨道又正好与此相反，所以，信贷市场的发展就是为了帮助人们应对和调和这两种轨道的矛盾。按揭贷款衍生证券市场的深化，最终就是最大化借贷资金的供给，同时最小化借贷的利息成本。

但是，2008年的次贷危机引发的金融危机，很大程度上挑战大卫甚至整个美国社会的生活方式，挑战这种借贷消费支撑的经济模式，挑战

美国金融资本主义模式。这种模式会终结吗？如果会终结，其替代模式又是什么？

借贷消费的起源

就像我们熟悉的传统中国社会一样，19世纪末之前的美国社会也不知道上面介绍的大卫的生活方式，经济学家当时也没听说过消费驱动型经济增长模式，更不熟悉以借贷消费带动增长的模式。这不奇怪，因为在那之前，以借贷支持消费的必要性不高。

原因是，一直到19世纪末之前，人类还没有完全解决好基本的温饱问题，所能生产的东西还不够满足基本生存需要，因此，20世纪之前的经济都是生产驱动型的。就像我女儿多次去过湖南农村老家后，对我感慨地说："家乡的人，好像都在疲于奔命，他们清晨起来去为生存而生产，忙碌一天下来，吃过饭，到晚上很早又睡觉，他们自己这一代如此，到了下一代还是如此，生存就是为了能多工作一天，多工作一天就是为了简单地多生存一天，每天这样重复，每代这样重复。"以前的美国社会也差不多像传统中国农村一样，生产决定一切，一切也差不多都围绕着生产。所以，毫不奇怪，工业革命的首要任务是改进生产技术、提高人类的物质生产能力，让人们走出简单的温饱挑战。

事实上，从18世纪末工业革命开始，一直到19世纪中期，技术革新主要是围绕纺织的机械化、规模化生产，围绕提高每个工人每天的生产率，接下来的火车技术发展是围绕如何把商品跨地区运输，让各地能最大限度地互通有无。

也就是说，在基本的生存需要还没满足的时候，当然还顾不上去通过发展金融刺激新的消费需求的出现、刺激非基本生存的消费增长。那时候，银行和其他金融机构几乎没有消费信贷业务。平时，老百姓只会偶尔借钱，以解决临时出现的资金需要，但基本是在亲戚、教会、朋友间相互帮助，正规金融的介入还不成规模。

缝纫机是第一个进入美国家庭的工业革命产品，是第一个家庭"大件"。那还是19世纪50年代的事，这一大件开启了消费信贷的历史。在那之前，美国家庭只有一些木制家具、一些金属餐具等，没有所谓的现代工业品，更没有今天熟悉的电冰箱、电烤箱、微波炉、电扇、电视、汽车、电脑等等，这些都是20世纪的事。起初，只有少数有钱家庭能买

得起缝纫机这样的奢侈消费品，到1855年左右，一台缝纫机要65～150美元，而普通家庭的年收入才500美元左右。

之所以缝纫机是美国借贷消费模式的起点，是因为一台缝纫机的价格超过了普通家庭年收入的1/7。到了1855年时，当时最大的缝纫机公司胜家公司（I.M.Singer）发现其销售很难再增长。原因是，那时候，做妻子的一般都不工作，虽然缝纫机能大大减少家庭主妇手工做衣服的时间，一件衬衣原来要花一天半才能做好，有了机器后只需不到两小时，但让妻子节省时间后，她的时间做什么用呢？一般家庭就不愿意花那么多钱去买进一件工业革命的东西。

1856年，胜家公司的市场营销总监爱德华·克拉克（Edward Clark）想出一招："我们为什么不让美国家庭先用上缝纫机，然后分期付款呢？"[2]最初，首付款是5美元，然后，每月再付3～5美元，到付完为止。他的这种金融创新今天看来当然很简单，但这么简单的想法，执行之后，使该公司到1876年时共销售了26万多台缝纫机，远超过所有其他缝纫机公司的总和！

同一时期，钢琴制造公司也按照分期付款的金融手段促销，让本来只有富有家庭才能享受的钢琴，能够进入许多中等收入家庭，让他们的子女也能从小学习弹钢琴。就这样，简单的金融创新不仅把更多的"大件"带进普通美国家庭，而且也降低了高收入与中低收入家庭的差别，使那些大件不再为富人所独有。

借贷消费模式的巩固

1850年，美国人只有2%左右的收入花在耐用消费品上。随着分期付款模式的推广，信贷消费日益被接受，到1880年，已有11%的个人收入花在耐用消费品上。从那以后，耐用消费品的生产增长速度每年达到4.7%，远高于耐用工业品的增长速度。[3]

美国经济增长由生产驱动到由消费驱动的模式转型，发生在19世纪80年代至20世纪20年代间。为什么会这样？一个原因是经过百年的工业革命，人们的收入已明显增加，消费需求自然会上升，消费占经济的比重当然要上升；同样重要的原因是，那时规模化的工业生产技术已经趋于成熟，开动机器就能大批量生产，工业产能开始过剩，到了"你要多少我就能生产多少"的地步，于是，生产已不再是经济增长的瓶颈，消费需

求才是瓶颈，与今天的中国经济所处的状况完全一样！

如何才能促进、推动消费增长呢？当然，最好是收入都增加。但是，在收入增长相对较慢的情况下，有什么方式破解消费的瓶颈呢？

这就又回到分期付款或说按揭贷款上。最好的例子莫过于私人汽车。即使在今天，除了房子以外，汽车仍然是多数个人最大的“大件”（对有些人，还有私人飞机、游艇等等）。汽车按揭贷款是从根本上完成美国经济向借贷消费模式转型的一件大事。

在私人轿车面世的初期，从1899—1909年，每辆车的价格从1559美元上升到1719美元。[4]而当时一般工人的年收入才800美元左右，私人汽车主要是有钱人的消费品。1908年，福特公司推出简易型“Model T”汽车，定价850美元，其目标是让千千万万个普通美国人都能买得起车。这么低的价格，的确让福特汽车的销量大增，但其价格还是高于一般家庭的年收入，现金购买只能把市场扩大到一定的规模。

1913年，一个叫韦弗（L. F. Weaver）的人在旧金山成立美国第一家汽车按揭贷款公司，专门向普通大众提供汽车消费贷款，买车者只需付1/4的预付款，剩下的分期付。这个行业此后快速发展，1917年，美国有几十家汽车按揭贷款公司，到1922年时有近1000家，到1925年则上升到近1700家[5]

这中间有一段富有启示的经历：1916年，一个叫爱德华·鲁梅利（Edward Rumely）的财务顾问向福特公司创始人递交了一份很长的报告，建议福特公司自办一家汽车按揭贷款公司，专门为其汽车经纪商和顾客提供低息贷款，以此保证其市场份额的上升。他说：“或许是由于人的本性，更多人愿意先买车、后分期付款，而不愿意等到有足够多的现金时，才一次付清买车。”可是，福特回答说：“我们的车不付现金不卖！”

不过，通用汽车公司的老总不觉得借钱花没什么不好，那只不过是把未来的收入预支到今天，你未来的收入和今天的收入，不都是你的收入吗？加上通用汽车的车价一般是福特的两倍左右，按揭贷款所提供的分期付款安排对通用汽车效果会更显著。1919年，通用汽车成立了自己的汽车按揭贷款公司，专门为其汽车销售服务。

结果如何？1921年，福特公司仍然最大，其汽车市场份额为56%。可是，到1926年，它的龙头地位让给了通用汽车公司。虽然两年后，福特公司也推出自己的汽车按揭贷款公司，但已经晚了。自那以后，福特

永远做了老二。

到20世纪20年代末，借贷消费、“先买后付”已普及到美国各种耐用品，甚至非耐用品市场。像通用汽车那种靠信贷促销制胜的策略，在各个行业竞争中被广泛使用，谁不提供“先买后付”，谁就会被击败。

1910年，全美国的分期付款消费信贷总额只有5亿美元，到1929年已上升到70亿美元[6]。1930年，70%左右的新汽车、85%的家具、75%的洗碗机、65%的吸尘器、75%的收放机都是靠分期付款卖出的。借贷消费就这样在美国社会扎根了。

为什么分周、分月或分季付款在现代社会中是更合适的金融安排呢？我们前面谈到大卫·拉普卡的故事时，说到他未来年收入很多而今天没现金，所以，他要靠金融产品帮他跨时间转移收入。此外，工业革命也改变了个人收入跟时间季节的关系。以前，农业社会时期，“青黄不接”是常事，秋收时期粮食多、收入多，但在春夏时期则没有，而且往往吃不饱，所以，农业社会的借贷，往往是春夏季节借入，秋收时节还出，是两点式的支付安排。可是，工业革命带来的城市化，让大家都变成工薪阶层，按月获得工资收入，工资不一定高，但每个月的收入基本相同。为了适应这种变革了的新方式，针对个人的金融借贷支付安排也应该是“次数多、金额小”，月供最理想，与月薪相呼应。于是，很自然地，以分期多次付款为特色的贷款安排就普及开来。

借贷消费增长模式的争议

美国经济向借贷消费增长模式的转型并非没有争议。事实上，美国人的宗教信仰以基督教为主，教会最初极力反对借贷消费。在19世纪，一种普遍的看法是：那些借钱消费的人一定是自我约束力太差，道德意识欠缺，因为他们是这么贪图享受，以至今天的收入用完还不够，还要透支未来。

美国社会历来对借钱投资、借钱经商都能接受，因为这些投资是赚钱，是用钱赚钱，所以，付利息投资、借钱投资不是贪图享受，而是进取向上。可是，如果是借钱消费，那不能接受，因为那是在把钱花在吃喝、花在享受上，而吃喝和享受又不能创造价值，是纯粹的付出。

随着借贷消费越来越流行，19世纪末就有许多美国人呼吁抑制消费欲望，警告人们不要被贪婪淹没，深陷债务陷阱不可自拔。“借贷消费是

恶魔！”美国当时的主流文化对借债消费看得那么负面，以至即使自己借钱消费，也害怕别人知道，怕别人小看自己。在1926年，一项民意测验发现，尽管有近一半人认为分期付款消费“蛮好”，但被抽样的人当中，有3/4的人说“我的邻居借贷消费得太过分了”。也就是说，他们普遍认为自己分期付款消费不是坏事，但是对别人借钱消费的态度还是很负面的。而另一项民意测验中，只有1/4的人赞同分期付款消费，剩下的都持否定态度。

尽管借贷消费到1926年在美国已经很普遍，但社会舆论对这种做法的评价依然很负面。因此，在伦理上，借贷消费面对一场社会文化挑战。

1927年，美国社会对负债消费的态度发生了根本性转变，主要原因是，这年，哥伦比亚大学经济系主任塞利格曼（E.R.A.Seligman）出版了两卷研究著作《分期付款销售的经济学》（*The Economics of Instalment Selling*）。他的第一个论点是，不存在什么“生产性信贷”和“消费性借贷”的本质差别，因为“消费也是生产”，没有什么只进不出的消费。他说，表面看，好像个人消费是把钱享受掉了，好像没有产出什么东西，但实际上，人的消费开支也是一种生产性投资，是对人力资本的投资。因为如果个人住房舒适、开的车好、穿的正装潇洒，那么他会工作得更卖力、更勤奋，能做成的生意、能创造的价值也会更多。亦即，个人消费是对人力资本的投资。

他的第二个论点是，根据对大量个人借贷消费数据的研究分析，他并没有发现借贷消费使人堕落的证据。恰恰相反，正因为分期付款消费后，戴维每个月有月供，表面看这给他压力，使他日子难过，让他成了“房奴”“车奴”，但实际上，那些分期付款消费的人反而因为定期要交月供，使自己变得更有财务纪律，自律能力更强。

塞利格曼教授的研究著作为借贷消费正名。1927年后，分期付款消费不再是一件见不得人的事了，而是被社会广泛接受。到今天，戴维也好，其他人也好，不通过按揭贷款买房、买车、买家用大件，反倒让人觉得不正常了。

从学理上讲，你今天买下房子、汽车，不只是今天、今年从中得到好处，而且只要你还住在其中、在开着车，今后每年都从中得到好处，那么，今后当然应该每年为其付费。这种分期付款的安排对于理顺个人收入流程跟消费流程的关系，不愧为精妙之作。

借贷消费模式还会继续

住房按揭贷款市场走过头，出现太多不负责任的放贷行为，结果造成2008年的金融危机。尽管这次危机很严重，但是，美国自19世纪末演变而来的靠借贷消费带动的增长模式不会改变，其金融资本主义模式也不会终结，在质上不会变，只是在度上会有收缩。

道理上面已经讲过，工业技术、农业技术已足够完善，人类的物质生产能力已大大提高，不怎么费力即能满足物质消费需求。最终制约人类经济增长的不是生产能力不足，也不是投资不足，而是消费需求跟不上。除非从今以后每个人每天的食物需要、生存需要出现根本性的增加，一天不是只吃三顿饭而是十顿饭，一人不是只穿保温所需要的衣服而是天天穿100层衣服，否则，这些历史进程是不可逆转的，消费将持续成为经济增长的瓶颈。

金融市场发展的目的之一是通过住房抵押贷款、汽车贷款、教育贷款等，来缓解人们因为在不同年龄时收入不均匀而导致的消费力不平衡问题。医疗保险、养老保险、各类基金等金融品种，其目的也在于安排好未来各种可能的需求，以减轻青年、壮年时期的存钱压力，从而促进消费。总之，住房抵押贷款证券化以及其他相关的金融发展，都是围绕着把人们从存钱压力中解放出来，进而释放消费动力。

这种借贷促进消费的发展模式不是美国专有的，发达国家都不同程度地采用了这样的模式。实际上，中国经济现在也要从投资驱动型的模式向消费驱动型的模式转型，而不是只依赖制造业和出口市场。

---

[1] 原文刊于《南方都市报》，2008年9月28日。

[2] Lendol Caldor, *Financing the American Dream*：*A Cultural History of Consumer Credit*, Princeton University Press, 1999, p.164.

[3] 同上，*p*.167.

[4] Lendol Caldor, *Financing the American Dream*：*A Cultural History of Consumer Credit*, Princeton University Press, 1999, p.185.

[5] 同上，p.192.

[6] Lendol Caldor, *Financing the American Dream*：*A Cultural History of Consumer Credit*, Princeton University Press, 1999，p.201.

第15章

美国消费驱动型模式不会改变[1]

美国政府接管“两房”之后不久，雷曼兄弟破产、美林被收购、AIG（美国国际集团）急需巨额现金来摆脱财务困境，这些同时袭来的危机是美国次贷危机的深化。这会冲击美国“信贷驱动消费”的经济模式，但这种模式不会终结，只是其程度将会有实质性收敛。这种收敛将给中国经济依靠外部需求的增长模式带来了严峻挑战。

危机爆发后，一些评论认为，这次危机是美国金融资本主义的终结。显然这夸大了危机导致的后果。美国式金融资本主义肯定还会继续，这次危机带来的冲击，主要的影响是在量的方面，而不是质的改变。所谓的美国式金融资本主义模式，包括很多内容，例如靠信贷来促进消费，然后靠消费来带动经济增长。这个模式今后肯定不会改变。这种发展模式不是美国专有的，发达国家都不同程度地采用了这样的模式，实际上，中国的经济增长现在也要从投资驱动型的模式向消费驱动型的模式转型。

那么，次贷危机的结果是什么呢？首先，当然是让美国和全球的金融机构付出代价，中国的外汇储备和商业银行、日本的银行业都付出了代价。其次是美国经济和社会受到冲击，消费信贷和其他信贷严重收缩，不仅美国的银行和其他金融机构的贷款、投资会更加谨慎，而且其他国家的机构和个人给美国提供的信贷、资本也会大幅下降。因此，美国短期内的信贷消费很难增长。所以，我认为这次金融危机将压缩美国的信贷消费，使这种经济模式在规模上下调，但不会是终结。

接管“两房”以及通过动用政府资金解救其他金融财团之后，美国财政赤字至少短期内会多增几千亿美元，再加上伊拉克战争开支等，美国财政赤字会快速增长，需要发行更多国债。这会把本来提供给民间、企业的资金转移到政府手里，压缩经济增长和民间福利的空间，而且使美元倾向于贬值，进一步打击国际投资者投向美元资产的意愿，减少美元资金的供给。

因此，从许多方面看，这次金融危机的影响深远，是20世纪30年代经济大萧条以来最严重的一次，打击面很广，也很深。但是，一次次的

危机，都促使美国金融法律与监管体系进行改良，让美国金融经济的深化成为可能。

这次金融危机促使美国“信贷驱动消费”的经济模式进行实质性的收敛，美国家庭的消费增长、企业业务拓展会受到打击，中国对美国的出口贸易也受到影响。也就是说，现在看来，次贷危机对美国消费经济的冲击被低估了，其影响的深度和广度比原来估计的要严重，这对中国出口导向型经济不是好事。

次贷危机爆发之际，中国过去那种靠投资拉动增长、靠出口为快速增长的工业产能提供出路的模式已经难以为继。世贸组织“红利”已经被用完，出口市场也难以继续扩大了。在这种时候又碰上次贷危机，两者加到一起，大大强化了中国经济模式转型的必要性，转型已经是没有选择的出路，必须通过进一步的改革强化国内需求增长的能力，让中国经济今后能靠国内民间消费的增长来带动。否则，中国经济和社会将面临比较大的挑战。

如果说次贷危机是美国自20世纪30年代经济大萧条至今最严重的一次金融危机的话，那么，中国经济转型的挑战也是近30年最大的一次。过去30年中，中国经济每次面对挑战，包括亚洲金融危机时期，美国经济和西欧经济总体上还在靠信贷消费拉动着增长，更何况以前中国商品占全球市场的份额还有空间。在此之前中国都能依靠增加投资、加速工业化、依赖出口让经济走出困境，应对挑战。但是，这次情况正好相反，中国经济面对的挑战比之前更严重，这下得靠内需来解围了。

美国的这次金融危机给我们的教训是，一定的金融监管是必要的，但如果希望依靠内需来保持经济增长速度的话，中国恰恰需要加快金融创新的步伐。在中国，做很多事情都是需要政府批准，这样从某种意义上说也会限制创新。我们必须知道，监管从本质上是反应性的，是针对已经熟悉的事情而为的，但创新顾名思义是以前没有的，是创造出以前不熟悉的东西，所以，从本质上，创新是不应该过度监管的，否则逻辑上就有矛盾。中国要成为创新型国家，如果在金融方面的创新不显著，那么其他行业也不太可能实现创新。中国式的监管，并不能够提高抵御风险的能力。打个比方，把一个人关在屋子里不让他去学游泳，他当然不用担心被水呛，但他永远也学不会游泳，等他下次掉进水里，就会被淹死。

允许自由的金融创新，当然会出现一些问题，这不奇怪。因为必须通过出问题，才知道什么地方应该要有监管。

中国的金融管制，表面上看没有什么代价，实际上这个代价在用其他的形式表现出来。为什么在国际分工中我们只能做出卖廉价劳动力的制造业？这跟金融发展落后、金融创新没办法放开手脚的关系很大。金融市场没办法发展，国内消费的增长就会很难，带给中国经济和社会的代价就是必须靠出口来拉动增长。

我认为，中国从这次危机中应该吸取的教训是：千万不要因为美国金融创新带来的问题，就认为我们不放开金融创新的做法是对的。中国必须学会游泳，即使要交学费，也应该去学。

---

[1] 部分内容刊于《潇湘晨报》，2008年9月28日。

第四篇

股市的逻辑

第16章

中国股市怎么了[1]

1997年时，一位硕士研究生王三从俄亥俄州立大学毕业，兴冲冲要加入我和另一位朋友合伙的基金管理公司，王三觉得当基金经理、天天买卖股票以及期权期货很酷，于是，决定向在台湾的父母报喜，说他找到一份很好的职业了，让养育自己多年的父母高兴高兴。他家几代都在开银行，他又是独子，王三觉得父亲肯定会利用自家银行为我们在台湾集资，毕竟这也是自己儿子的事业。让王三万万没想到的是，当他在电话中告诉父亲自己的从业打算时，父亲把他大骂一顿说："你这没出息的儿子，如果在美国实在混不下去，就给我滚回来，好歹在台湾我还能给你安排一份见得了人的工作！"

当然，那是几十年前的事，也是那时传统中国家族企业主对"整天泡在股市里的人"的看法。到今天，中国人的观念则正好相反，不仅人人十句话八句离不开炒股，而且谁都想以炒股专家著称，恨不得全民炒股。那么，在社会对炒股从负面转向正面、大学毕业生竞相应聘基金公司工作岗位之后，中国是不是从此有了健康的股市文化，美国式金融革命在中国的土壤里要扎根了呢？还是这表面上看像"股市文化"，但实为传统中国"赌博文化"的翻版呢？这两种文化间的距离到底还有多远？

在前面章节讲过，美国人之所以比任何国家更显得有钱，是因为美国有让任何资产、任何未来收入流变成金融资本的资本化制度体系，让那些不能动的土地和资源、看不见也摸不着的未来收入变成今天的资本，然后"以钱生钱"。但是，要达到这种资本化能力与效果有一个前提，就是必须有可靠的制度架构（特别是制度的执行架构）保证，只有这样，作为金融资本载体的票据才不会背离它所代表的资产或未来收入流而独立存在。也就是说，承载资产产权的金融票据跟它所承载的资产间的距离不能太远。否则，当金融票据与它所承载的资产价值脱钩之后，金融票据的交易就跟赌博无本质区别，围绕这种票据的交易文化也就跟赌博文化是一回事了。资本市场的这种本质没有东方、西方的差别。

以股市为例，股市当然是最主要的资本化途径之一，通过把上市公

司的资产以及未来收入流证券化，使一国的资本供给大大增加。股票市场交易的东西是金融契约，是根据对未来收入的预期来定价的。既然交易内容的价值由对未来的预期而决定，这就给人们几乎无穷无尽的想象空间，也为投机行为、为股市操纵提供了广阔的空间。有股市交易之后，很容易出现股票是一个世界，股票背后的上市公司是另一个世界，互相间没有关系的情况。一旦股票与其上市公司的实际脱离了关系，股市真的只是换了个说法的赌场，股价当然既可以在一些时候自由膨胀，也可以在另一些时候无止境地下泻了。

我们看到，上市公司的未来充满不确定性，这种固有的不确定性为内幕人、外部人和政府官员操纵信息甚至制造虚假信息、煽动大众股民信心创造了条件。一般而言，股市对上市公司未来的预期包括两部分：第一部分是根据已有真实信息对未来形成的预期，第二部分是由上市公司内幕人、外部人和政府官员等制造的操纵性噪声和虚假信息。

由此看来，噪声和虚假信息是决定股票与上市公司之间的距离的核心要素，噪声和虚假信息越大，就越容易主导市场对上市公司未来的预期，那么股市上交易的股票跟其背后的上市公司距离就越远，股市就越像赌场而不是投资市场。因此，为了使股市更像投资市场，制度架构设计的核心目的就在于最小化市场上的噪声和虚假信息。股市至少需要以下几方面的制度内容。

第一，要有新闻媒体及时有效的监督，如果没有公正的大众媒体充分并准确地传播上市公司以及股市的信息，噪声和虚假信息就会充斥市场，股市成赌场，股价泡沫会是经常的事。在股票交易于16世纪中叶出现在荷兰和英国伦敦时，报纸还没有出现，更没有杂志或收音机、电视和互联网，股民主要依赖在伦敦的咖啡馆里听到的传闻来判断股票的价值和价格走向，虚假信息自然当道，所以，在早期的荷兰和英国发生股票泡沫也就毫不奇怪了。

第二，仅有报纸、杂志等新闻传媒还不够，还必须对以虚假信息操纵股票价格的人绳之以法。比如，大众传媒盛行之后，弄不好，这些传媒工具反而会成为利益相关者、不法分子或者别有用心的官员散布虚假信息最方便的手段，上市公司可能利用媒体炒作，行政官员也可能利用媒体发布充满误导性的言论，让不明真相的股民误入歧途。在18世纪20年代的英国伦敦，报纸已较普及，咖啡馆里充斥着各类满载股价以及有关上市公司信息的报纸。由于那时英国还没有惩罚虚假信息、整治证券欺诈的法律，一些上市公司利用媒体大肆炒作，对公司情况只报喜不报

忧，所以，到1720年发生了历史上第一次股市大泡沫——南海泡沫。泡沫破裂之后，英国议会干脆通过著名的《反泡沫法案》，基本停止了股市在英国的发展，直到1863年才恢复。相比之下，过去几年，尽管中国上市公司不乏做假账的行为，也不乏操纵股市的虚假信息，可监管部门的处罚力度过小，其结果当然是噪声和虚假信息当道，使股市交易的股票与上市公司之间只比名义上的联系多一点。

第三，同样重要的是制度安排，限制政府行为。如果一方面监管部门说“买者自负”，另一方面，在每次股市大跌时，又通过发表社论鼓励人们进入股市，通过给基金公司、证券公司施压只许买进不能卖出，严格限制新公司上市以抑制股票供给量，监管部门以各种方式托市，把监管市场等同于管理股市指数，那么，最终没有人会对真实有用的上市公司信息有任何需求，因为与其分析上市公司，还不如赌政府的救市政策走向。一旦投资者失去要求真实信息的激励，信息的提供方是否存在欺诈、是否在操纵信息，也就无人问津了。慢慢地，即使有了发达的传媒，有了互联网，它们提供的也越来越是噪声和虚假信息。结果，股市还会是换个说法的赌场，这个赌场所代表的世界跟经济没有关系。

在监管部门把重心从市场监管转到管理指数之后，政府实际上给了每个股民一种“防跌保险”。有了“防跌保险”，不管上市公司有无问题，也不需要什么信息，是股就买差不多也总能赚。这种“政策市”培养的是一种什么社会文化呢？其一是让许多人还真以为自己领悟了巴菲特的投资本领，却没想到巴菲特那样的投资技能只有在真正的“买者自负”投资市场中才能练出来；其二是扭曲了报酬与贡献的关系。当股市赚钱这么容易的时候，让人难以再相信“一分耕耘，一分收获”。一旦股市所代表的奖励机制是“优劣都胜”而不是“优胜劣汰”的时候，可能连王三的父亲都会后悔，后悔他当初怎么那么认真。

---

[1] 原文刊登于2007年6月18日《证券市场周刊》，有改动。

第17章

资本市场与法治发展的互动[1]

——回顾中国近十几年的经历

本章以中国近十几年的实际经历为背景，主题是看资本市场与法治发展是如何互动的。与其他章节相比，这一章的写作风格更带学术性，因为它是由一篇论文改写而成的。

学界最新的许多研究表明，法律与金融（以及由此产生的经济发展）之间呈显著的正相关关系。这一研究结果再次引发了人们关于法律和发展问题的辩论。然而，目前学界对这种正相关所隐含的因果关系还没有定论：到底是先有法治再有经济发展，还是正好相反？本章试图通过研究中国现行的改革实践，尤其是证券市场的发展经验，找出这种因果关系的趋向。首先，我们认为，近期中国证券市场发展的路径与科菲所主张的“先发展，后规范，再发展”的思想更一致。实际上，那些证券市场上的投资者群体正是推动法律变革的主要力量。广大投资者的权利尤其是经济利益已经从根本上挑战了中国重行政管理和刑事惩罚、轻民事诉讼的法律文化传统。这里我们也比较证券市场和消费品市场对法律变革所做的不同贡献。我们得出的结论是，证券市场或许是形成势力群体从而促使法律发生深刻变革的最有益的推动力，而消费品市场则不然。这是因为资本市场具有两个显著的特征：（1）资本市场的投资者之间存在高度的利益同一性；（2）在资本市场所遭受的损失是具体的并可立即衡量的。资本市场的这两个特征不仅使投资者彼此有更多认同感，而且为他们在各个媒体发表自己的观点提供了理想的基础。资本市场的这两个特征对促进法律文化的发展起着显著的作用。

问题的提出

在制度经济学的文献中，一个基本的共识是法律与经济发展之间存在相关性。据此，市场经济的发展必须依赖一个基本前提，即存在一个保护产权关系的法律体系。因为如果没有这样一个可靠的法律体系，人们无法预期从事交易的结果，无法知道从交易中获得的利益能否属于自

己。经营、交易结果的不确定性将导致人们停止交易、不愿投资；如果他们还要做这些交易或投资行为，交易成本将高得令人难以接受（North，1990）。[2]因此，法律秩序的缺失，必将导致市场和经济发展的停滞。La Porta，Lopez de Salines，Shleifer and Vishny（1997，1998）（后文简称LLSV）的一系列令人鼓舞的研究成果，将人们讨论法律与经济发展之间的关系的视野集中到了法律与资本市场发展这一主题上。LLSV利用一个跨国数据库（该数据库包含大量不同制度和经济形态的国家的横向经济指标），证明一国实体法所规定的对股东或证券持有者的保护程度与它的资本市场的流动性和发展深度有重要关系：发展程度高、流通性好、股权分散的资本市场通常对中小股东权利的法律保护也最好。[3]而且，他们认为一国应该首先进行“股东中心主义”（shareholder friendly）的法律变革，否则，资本市场就不可能发达。

法律经济学文献普遍认为，法律对市场发展起着重要作用，尤其是当市场已经发展到成熟阶段时更是如此。有利于市场发展的法律固然令人渴望，但是，如何才能达到这一境界？什么东西可以更好地促进法治的变革？法律如何变革才能为经济的持续发展提供条件呢？这些都是非常现实的政策选择问题。科菲针对法律与经济发展的相互关系提出了一种观点：初步市场发展在前，然后才可能有以“股东中心主义”为基本理念的法律变革，由此推动市场的进一步深化发展，不可能是先有完善的法治，然后才来发展经济。科菲提出这一观点的初衷并不是要回答资本市场与股东权利的法律保护之间的相互关系问题。他的这一观点是建立在历史依据上的：“尽管证券交易所自17世纪中叶就已出现，但交易所存在的初期，通常只进行债券交易。这一状况一直持续到19世纪中叶。在此之后，又经过一段相对较短的时期，个人掌握的财产日益增多，在美国和英国出现了股权分散的现象。然而，这些分散的股权和少数股东在当时却缺乏有力的法律保护。比较完善的保护证券投资者的法律制度是后来才有的。”科菲进一步解释：“这种发展顺序从政治上也显然有说服力。只有在那些最有动力推动法律变革的群体形成之后，只有当这些群体认为通过法律变革，他们的利益真的能够获得保护的时候，法律变革才可能在这些群体的追求下发生。”因此，要想引发法律变革，必须首先形成利益群体（这里指分散的公众股东），然后，靠这些利益群体才可能形成有效的游说力量，才可能成为法律变革的利器，从而推动司法变革。

这里存在两个问题。首先，利益群体是怎样在市场发展进程中出现

的？其次，哪种类型的市场或经济行为更有助于法律发展？广义的市场包括不同的类型，例如，证券市场、消费品市场、劳动力市场等。这些市场在一个国家可能同时存在。这些市场所形成的利益团体不可能力量均等。如果真的如此，那么，哪种类型的市场更有利于创造出最能推动法律变革的利益群体呢？毫无疑问，对不同的国家，因自身的情况各异，答案也就不同。如果最有助于推动法律变革的市场或者经济活动具有一些共性，理解这些共性将有助于我们理解法律与经济发展间的相互关系。

本章论证的主题集中在两个方面。首先，我们要说明，科菲关于“发展与规范”之先后顺序的解释，以及美国和英国资本市场的发展历史，很大程度上与中国正在进行的改革实践是一致的。[4]市场发展的初期阶段，经济发展先于法律发展，然后由法律发展促进经济的深化。这与其他事物的发展变化规律有所不同，与苏联和东欧国家通过“休克疗法”推动经济改革也不同。中国从1978年开始在农业领域通过“摸着石头过河”的方式尝试从原有的计划经济体制向市场经济体制过渡。20世纪80年代初，当农业领域的改革取得成功后，中国开始了国有企业向股份制企业的改造，并于1990年11月26日首先在上海成立证券交易所，让几个先行改制的国有企业公开上市。当中国的证券市场已经帮助老国企从公众那里募集到资本时，其对法律变革的影响开始变得重要了。这一经验就是“先发展，后规范”的实例。

其次，我们将比较证券市场和消费品市场对法律变革做出的不同贡献。从经济数字的角度看，中国证券市场对国民经济和整个社会的影响还仅仅是边缘性的。中国大约有6000万证券市场投资者，而各种类型的消费品市场却拥有12亿人口的消费者。换言之，证券市场仅仅直接影响到一小部分中国人，在中国经济中所占比例很小，而消费品市场则影响着绝大多数中国人。因此，由证券市场发展成长起来的利益群体从数量上远小于因消费品市场而成长起来的利益群体。然而，正如后文将要论证的那样，前者却更有力量推动法律变革，而后者则不然。这是为什么呢？

中国的法律传统

中国的法律传统有别于西方的显著特点是：司法系统并非独立于行政系统（琼斯在2003年就此做出了论述）。至少从唐朝（618—907）

开始，直至清朝末年，中国一直就是中央集权制国家。皇帝通过其官僚机构和他的绝对权力控制、管理着整个国家。最低等级的官员是县级，这些官员代表中央政府行使包括征税、公共工程建设乃至法律诉讼等所有国家权力。因此，司法审判仅仅是众多行政行为中的一种。由于在政府机构中根本没有“分权”的思想，那些郡县级地方官员事实上不受任何制约，唯一的制约是未来的职位升迁机会。

中国法律传统的另一特征是：强调行政处罚与刑事制裁，缺少民事责任以及程序法方面的规范。中国传统观念认为，法律是统治者用来加强其统治权力、维持社会秩序的工具（至今，该观念在很大程度上仍然存在）。因此，《大清律例》作为清朝法制体系的核心部分，主要汇集了涉及官员行为、官僚机构职责等政府机构的制度，而并不包括解决个人与官方之间以及民间纠纷的法律条款。这部法典仅仅涉及一些被认为可能影响到朝廷制度的民事行为。因此，该法典本质上属于行政法典和刑事法典，它倾向于依赖行政和刑事处罚来调整社会关系。这与西方法律源头——罗马法的传统有明显的区别。罗马法的灵魂是市民法，而不是行政法或者刑事法。罗马法诞生于还处在小规模农业社会时期的罗马，所以，罗马法的发展主要是用于解决发生在罗马市民间、罗马市民与社团间以及社团间的纠纷。因此，民事（civil matters）很早就占据了西方法律的中心位置。正如琼斯评论的那样：“在中国，只有当帝王的利益受到侵害时才会有像罗马市民法那样的法律观念。”

近现代中国法律体系的精神与历代王朝的法律相比并没有很大改变，法律仍旧被看作统治阶级进行阶级统治的工具；司法系统依然被政府行政权力牢牢控制，并没有独立有效的司法体制；政令与法院的判决经常混淆在一起；“分权学说”没有被官方正式采用。大约从20世纪80年代中期开始，中国的法律体系开始发生真正的变革，大量新的实体法被颁布（尤其是在商事和民事法律领域），并于1991年颁布了《中华人民共和国民事诉讼法》。也就是说，比起以往各朝代，现在中国有更多的书面“成文法”（laws on the books）了。然而，正如我们后面将探讨的，这些实体法和程序法并没有从根本上改变我们前文所谈到的中国传统法律文化的两个特征。许多法官并没有受过专业教育，他们中的很多人（尤其是在不发达的省份）甚至是没有接受过法律专业学习的退役军人。尽管如此，自1978年以来，中国开始建设一种具有实质意义的司法制度架构。总体来说，这种制度架构类似于西方的法律组织架构，只不过中国的司法制度体系中设置了一个由执政党领导的委员会，这个委员会掌控法官的工作分配、职位升降和更替等。

正如我们前文提到的，经济改革进程中产生的问题和冲突在推动法律基本结构的变革中扮演了十分关键的角色。经济发展越来越要求司法独立。中国正在进行的改革是“先发展，后规范”的典型例证。下面我们将说明，正是中国证券市场的发展，推动了中国法制的创建和变革，尤其是证券民事诉讼制度已经成为“成文法”的重要组成部分。

中国证券市场及其法律的发展

中国于1978年开始经济改革。但是，直到20世纪80年代中期，改革的主要成就还只是集中在农村。农民在一段时期内享有土地使用权，这样做的主要目的是鼓励发展家庭联产承包责任制（改变改革前的集体生产模式），农民的收入和生活水平大大提高了。

农业改革的成功引发了关于如何在工业领域进行改革的讨论。20世纪80年代中期，中国首先将农业生产的个人责任制模式引入工业企业。也就是说，国有企业的管理者或管理团体在任职的几年内，必须就企业的年收入或盈利目标承担个人责任，部分利润可作为奖金分配给管理者和工人。由于这种责任制模式导致很多管理者的短期行为，所以无法较好地解决国企改革的问题，[5]人们开始意识到，如果产权不明晰，不可能有效地引导管理者进行长远规划。因此，80年代末期，中国开始尝试“股份制”，试图将国有企业转变为股份制企业。

中国证券市场的发展背景

随着大量股份公司的设立，中国政府开始准备设立一个正式的股票交易所，以便新成立的股份公司的股票上市交易。出于当时的政治考虑，改革家们人为地将股份主要分割成三种类型：国有股、法人股、流通股。为了防止国有资产流失，也为了防止投机行为，国有股和法人股不能公开上市交易。然而，无论何种股票，股票的持有者都有同样的现金流权和投票权。现在，一个典型的股份公司的股份分布特征基本表现为国家股、法人股和流通股各约占1/3。[6]假如大多数股份公司是国有或国家控股的，则国家就直接或间接控制了多数企业的约2/3的股份。这种股权结构是证券民事诉讼困难背后的主要原因之一，因为如果民事诉讼判决向中小投资者赔偿损失，那就会造成国有资产流失。这使法院陷入两难境地。

另一个阻碍证券民事诉讼的原因是认识观念问题。中国传统观念认

为，只有通过劳动所得的收入才是正当的。虽然上海证券交易所早在1990年11月就开业（两个月后，深圳证券交易所开业），但直到2002年11月，资本收入才被作为正当收入写入中国共产党党章。中国共产党第十六次全国代表大会修改了党章，正式承认通过劳动和资本（如货币资本、智力资本和管理资本）取得的收入都是正当的。也是从2002年开始，共产党员才正式被允许购买或交易股票；在此之前，共产党员通过持有股票而获得的收入都是不合法的。显然，中国传统的“合法收入观”与股东权益保护的理念是相悖的，这正是中国的证券和公司法律法规执行不力的部分原因，也是法律的制定与实施之间的一道障碍。回到原来的问题：是什么原因使这道障碍在2002年被清除？中国是如何使法律最终从文本走向现实的呢？

要回答这些问题，我们应谨记：在中国，证券市场是为了帮助国有企业从社会筹集资本，从而解决国有企业面临的资金短缺问题而建立的；证券市场并没有给社会大众提供多样化的投资组合方案和规避当前收入与远期消费之间风险的渠道。[7]因此，股东权利及其保护问题，是在股票交易开展多年以后才被普遍关注，而不是设立证券市场之前就已考虑过。1990—2000年，中国政府对每年IPO（首次公开上市）的股票采取了配额制，以使股票的IPO工作能够按计划有条不紊地进行。中国近150年来的“现代化”进程中，一直深限于这种在计划中发展的理念和实践（Goetzmann and Koll，2002；Kirby，1995）。这种有计划地发展证券市场的另一目的是想让新发股票的速度尽可能慢一些，这样可以抬高原始股的价格，大大增加市场对原始股的需求，为企业发行股票创造一个良好的市场环境。换言之，政府主管部门的首要任务是管理并维持一个好的、有吸引力的证券市场环境，但这是否会牺牲股民们的利益，并不是首先考虑的内容。

每年年底，国有企业发行股票的配额将被分配给全国31个省、自治区和直辖市。表17-1显示了平均每年约有100家新挂牌上市的公司，最少的年份有13家，最多的年份有206家。这意味着，每个省、自治区和直辖市平均每年会得到3个上市配额。无疑，这种配额限制使审批上市的权力价值非常高，从而给寻租和受贿创造了巨大的空间。为此，每个省级政府行政部门都设立了专门的证券上市管理办公室去疏通与中国证监会的关系，以得到更多的配额，同时为帮助本地企业上市做准备。

表17-1 中国股市历年的融资总额

年份	新上市公司数	融资总额（以百万元为单位）
1991	13	500
1992	40	9 409
1993	124	31 454
1994	110	13 805
1995	24	11 886
1996	203	34 152
1997	206	93 382
1998	106	80 357
1999	98	89 739
2000	137	154 086
2001	79	118 214

注：这里的数据包括原始股和股票增发等
数据来源：北京色诺芬公司（www.SinoFin. com . cn）

由于每个辖区内有多少企业能够上市已成为衡量各级地方政府工作成绩的重要指标，又由于地方官员借此可能获得升迁，所以，即便是本地企业在财务上操纵业绩，甚至作假，以使更多本地企业的股票能上市，可能也会默许或纵容。甚至，当地方企业因虚报财务数据或盈利数据而被媒体曝光时，有的地方政府还会帮助掩饰这些欺诈行为。由此可见，当政府是为了帮助企业摆脱资金困境而推出证券市场时，当地方政府是为了政绩而帮助企业上市时，二者都很难过多考虑股东的利益。这也为后来的股东权益保护问题出了难题。

当一个公司成功取得上市配额以后，还需要做大量的文件准备和审批工作，这一历程大概要经过两年。在此阶段，有的企业就会做一些假票据和假合同粉饰利润以迎合上市条件的要求。比如将亏损的企业资产分成两部分："好"的部分经包装后上市，"坏"的部分在"好"的部分上市后成为该上市公司的控股股东。因为《中华人民共和国公司法》（以下简称《中国公司法》）要求公司发行新股应在最近三年内连续盈利。此外，证监会颁布的规章中进一步要求公司发行新股被正式批准前，必须满足一定的净资产回报率（ROE）。所以企业往往通过虚报财务数据和收入等方式来满足这些要求。

完成新股发行后，为了增发股票，中国公司还必须满足证监会对净资产收益率的要求。例如，中国证监会连续几年对上市公司申请增发新

股须达到的净资产收益率的具体要求做了多次微调：（1）1993年规定，在最近两个会计年度的净资产收益率是正的；（2）1994年规定，最近三个会计年度净资产收益率平均不低于10%；（3）1996年规定，连续三个会计年度净资产收益率不低于10%；（4）1999年规定，最近三个会计年度净资产收益率平均不低于10%，且连续三年超过6%；（5）2001年规定，最近三个会计年度加权平均净资产收益率不低于6%。上市公司针对政策的每一次变化重新调整财务报表，以适应最新的政策要求。一项研究表明（郎咸平与汪姜维，2002），1994年以前，很多上市公司每年的净资产收益率也就稍微超过10%；1994—1999年，多数上市公司的净资产收益率略高于10%，但不会超过12%；但从2000年起（特别是2001年以后），大多数上市公司的权益回报率都在6%~8%之间。这项研究有力地证明，中国证券市场上广泛存在操纵业绩的现象。这意味着投资者被系统性地欺骗了。

中国的上市公司广泛存在的另一行为是“掏空行为”（Tunneling）[8]。所谓掏空行为，是指上市公司的控股股东或大股东与该上市公司从事关联交易，以掠夺上市公司的资产。通常的做法是，上市公司以不合理的高价从它的股东那里购买低价值或者无价值的资产或租借土地、厂房、设备等。正如《新财富》所报道的，控股股东或者大股东的“掏空行为”广泛存在，已经引起证监会的关注。[9]

即使存在上述问题，中国证券市场仍旧在亚洲市场排行第三。截至2003年7月，上海证券交易所和深圳证券交易所共有上市公司1259家（包括A股和B股）。上市公司的股本总额超过4万亿元人民币。[10]交易的月周转率达到18.2%。这1259家公司中约有20%是没有国有股控股的私营企业。这绝不是说中国的证券市场发展得很好，只不过表明它具有强大的生命力。表17-1显示了每年的新融资总额的情况。在表17-2中我们看到，20世纪90年代，中国证券市场的新融资总额（根据新融资总额与GDP的比值算）低于美国，却高于日本和德国。应该承认，这一阶段是中国证券市场的开端。

表17-2 中国与其他国家的股市融资总额与GDP比值比较

年份	中国	美国	日本	德国	法国
1991	0.02%	0.23%			
1992	0.36%	0.90%	0.06%		
1993	0.91%	1.64%	0.16%	0.11%	
1994	0.30%	1.64%	0.08%	0.03%	0.18%
1995	0.20%	1.08%	0.20%	0.27%	0.29%
1996	0.50%	1.26%	0.54%	0.56%	1.94%
1997	1.25%	1.72%	0.27%	0.29%	0.08%
1998	1.02%	2.35%	0.74%	2.74%	0.88%
1999	1.09%	1.34%	0.93%	1.04%	0.85%
2000	1.72%	2.03%	0.90%	1.44%	1.44%
2001	1.20%	2.33%	0.49%	0.29%	1.56%
2002	0.94%	1.26%	0.34%	0.20%	0.85%
平均值	0.79%	1.60%	0.47%	0.61%	0.90%
均方差	0.65%	0.25%	0.25%	0.25%	0.47%

注：这里的数据包括原始股发行和股票增发等。我们用一国的股市融资总额跟同年GDP的比值来测量其股市融资水平
数据来源：北京色诺芬公司(www. SinoFin.com.cn)

前面对中国证券市场发展背景的回顾表明，从20世纪90年代至今，个人所有权和股票交易的基本理念还没有被完全接受；对私有财产权的保护并不充分，中国还缺乏维持资本市场发展的法治基础。总之，这些事实与科菲提出的“先发展，后规范，再发展”的假设是一致的。中国在发展证券市场的初期，对如何构建适合证券市场发展的制度体系并没有清晰的思路。当投资者数量日渐增多时，一批强大的利益群体发展起来了，这促进了相关法律和制度的发展。

1999年《中华人民共和国证券法》颁布以前

在这个阶段，由于证监会和其他政府部门控制着证券市场发展的整个过程，控制着证券发行和交易的每个阶段，所以，中国证券市场的启动是自上而下的。证券交易所是国有的并且由政府任命的官员管理，而那些证券公司也都直接或间接的是国有的（或者国有控股）。自证券市场启动以来，各股份公司为了能够上市，普遍进行“财务辅导”并重新包装，或者制造不实的财务信息以符合相关规定的要求，这已是“公开的秘密”。

虽然人们知道证券市场上存在不少的会计造假和市场操纵行为，但

直到2001年一系列丑闻暴露前，证券民事诉讼仍然没有被重视。尽管在1990年末就成立了上海证券交易所，但直到1993年中期证券市场开始持续低迷之后，许多投资者才开始意识到应该通过起诉上市公司及其管理层、董事或其他当事方要求赔偿。如图17-1所示，从1990年12月到1992年5月21日这一年半的时间内，上证指数从100点直线升至1266点。特别是仅在1992年5月21日这一天，指数即从617点飙升至1266点。随后的5个月内，指数又连续下滑。但这种下滑状态没有引发广大投资者要求相关操纵者承担民事责任。在1992年底，政府介入证券市场，鼓励股票交易，重振股市。

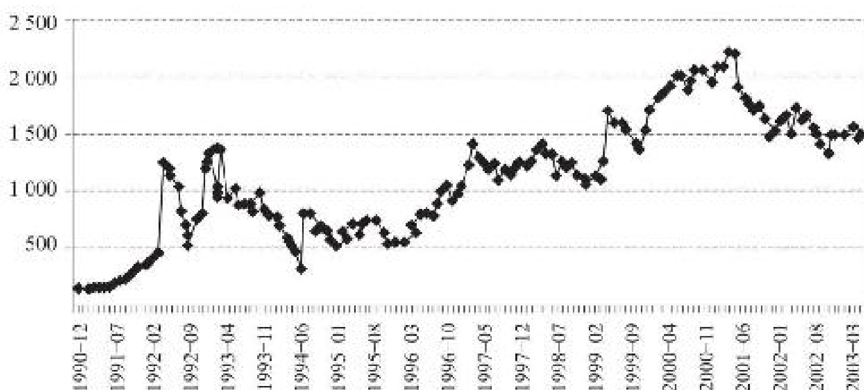


图**17-1** 上证综合指数的历年表现

数据来源：北京色诺芬公司(www.SinoFin.com.cn)

20世纪90年代初，即使有投资者想起诉要求赔偿，法院也不会受理这种诉讼。在1994年7月1日前，股东们唯一可以寻求保护的法律就是《中华人民共和国民法通则》（以下简称《民法通则》），这一法律规定了民事侵权行为的受害人有权要求民事赔偿。然而，中国法院对于民事侵权诉讼尤其是对证券领域的民事侵权诉讼普遍缺乏实践经验，这一缺憾直至今天依然存在。

中国法律制度借鉴的是大陆法系国家，尤其是日本和德国的法律。对公权力来说，中国法律遵循“未经明确允许就是禁止”的原则，也就是说，没有法律或最高人民法院的司法解释的正式书面规定，法官不能根据自己的理解和法律原则去判决具体案件。当1986年《民法通则》颁布实施时，中国还没有证券市场，所以，在《民法通则》修改或者制定新的民法典之前，中国民法中没有关于证券民事责任制度的相关规定就毫

不奇怪了。

在中国，必须先有全国人民代表大会通过一部法律，随后由最高人民法院颁布针对这部法律的一个或多个司法解释，这时，法院才能受理某个新型民事诉讼案件。这一过程通常会持续5年甚至更长的时间。

由于1999年7月1日《中华人民共和国证券法》（以下简称《中国证券法》）颁行之前，没有证券方面的法律，不得不用行政规章来填补这一空白。1993年中国证监会颁布《股票发行与交易暂行条例》，禁止证券市场上各种形式的卑劣行为，并规定可以就因这些行为而导致的经济损害提起民事诉讼。[11]但是，法院对审理证券民事诉讼准备不足，因此这些行政规定对个体投资者并没起到任何作用。

1993年暂行规定的处罚方式或者是中国证监会的行政处罚，或者是检察机关提起刑事诉讼。以下是三个典型案例。[12]

案例**1**　第一起因内幕交易而受行政处罚的案件是中国证监会于1994年1月28日公开做出的对中国农业银行襄樊市信托投资公司上海证券部（简称襄樊上证）予以行政处罚案。违规者由于下述行为被处罚：（1）内幕交易及操纵市场；（2）占用客户保证金账户进行自营股票交易。处罚决定，对襄樊上证通过挪用客户资金、内幕交易获取的非法所得16711808元人民币予以没收，并对其处以人民币罚款200万元。但，在这个案件中，没有对任何管理者或其他个人罚款或做其他形式的处罚。尽管如此，此案标志着中国证券市场朝规范化迈出了第一步。

案例**2**　第一起因虚假信息披露及误导性陈述引起的行政处罚案件是中国证监会于1996年9月2日公开做出的。在此案中，违规者是大明集团股份有限公司（胜利油田的上市公司）及其承销商、会计师事务所、律师事务所等帮助大明集团股票上市的中介机构。中国证监会认定，大明公司在股票发行、交易过程中，有虚假信息披露、严重误导性陈述和遗漏重大信息等行为。证监会因此对大明公司处以100万元人民币的罚款，并对大明公司全体董事予以警告。对于涉案承销商、会计师事务所、律师事务所也分别处以200万、40万和20万元人民币的罚款。同样，在此案中的行政处罚中，仍旧没有对管理者个人或其他人员处以罚款。

案例**3**　1999年12月，成都市人民检察院就红光实业董事长及主要高级管理人员证券欺诈案提起公诉。提起刑事起诉的背景是，1998年11月26日，中国证监会做出决定，对红光实业处以罚金，同

时对公司董事及高管人员提出警告。该公司被发现编造虚假利润，虚报1996年利润15700万元，少报1997年亏损3152万元。2000年11月14日，法院做出判决，认定红光公司“欺诈发行股票罪”罪名成立。

1995年以后，行政处罚和刑事处罚步伐加快，这主要基于以下背景。1990年11月上海证券交易所开业，当时只有约45000个个人股票账户，其中多数投资者是上海本地人。在1991—1992年股市不停高涨时，很多个人投资者因受股市的暴利刺激吸引而投身进来（赫兹曾在1998年对中国股票交易现象从社会学角度做出了说明）。《人民日报》间或发表的支持证券市场的评论文章以及一些政界高层人士的评论，进一步激发了公众购买股票的热情。政府的目的是通过这一途径帮助解决国有企业的财务困难。

截至1999年底，中国证券市场拥有4400万个股票账户（到2003年4月，股票账户已经超过7000万个）。[13]正如上文所述，开始于1996年初对证券违规者的管制行动，结束了从1993年中期以来长达三年的“熊市”。在此空前漫长的市场不景气期间，很多个人投资者被套牢，这些投资者开始寻求挽回损失的途径。专家学者们结合这些投资者的遭遇，呼吁完善市场规范，并最终创造一个良性的证券市场。对此，中国证监会在1996年采取了更积极的行政举措。因此，从整个证券市场的发展历程来看，是先有“熊市”，加之迅速增加的投资者群体，然后才有实质性的管制行为，才有对司法改革的呼声。“牛市”是不会带来好的法律变革的。

然而，公众从行政处罚决定中看到，首先，那些应对误导或欺骗投资者承担责任的管理者和中间人个人实际上并没有受到实质性处罚（仅予以口头警告处分），通常是上市公司被处以罚款。也就是说，最终是股东而不是应承担责任的违规者支付了罚金。其次，罚金并没有分给遭受损失的股东，而是上缴国库。最后，如前面提到的第三个证券刑事案，被告虽然已经被监禁了，但这丝毫没有使投资者的经济损失得到赔偿。

无法从行政或刑事制裁中获得补偿后，投资者大众终于意识到中国传统法律体系中所强调的行政处罚和刑事处罚的局限性。对于普通投资者来说，他们更关心的是自己的损失能否得到补偿，而不是违规者是否已经被罚款或被监禁。因此，公众开始探讨通过证券民事诉讼维护自己

的财产利益。投资者、专家和学者开始公开探讨股东权益和民事诉讼这些话题。尽管由于某些考虑，政府禁止成立任何正式的股民组织，但通过多种途径，股东的共同经济利益还是形成了非正式的股民利益群体。

1994年生效的公司法规定了股东权利，其中包括股东有权对因虚假陈述、操纵市场等行为造成的损失主张经济赔偿，但是这些规定非常模糊。正如前文提到过的一些因素（例如缺乏具有操作性的司法指导或最高人民法院的司法解释），接下来的几年法院仍然拒绝受理证券民事诉讼案件。

1999年4月，一名上海股东提起民事诉讼，要求红光实业对其因证券欺诈而造成的损害进行赔偿。但是，上海法院在好几个月的时间内都无法答复是否可以受理此案。2000年初，法院最终还是决定不受理该案。

突破口在哪里

1998年12月29日，全国人民代表大会通过了《中国证券法》，该法于1999年7月1日起生效。该法与1994年《中国公司法》一起组成了中国关于公司组织形式、证券公开发行和交易的基本法律框架。但这并不意味着受害的投资者就能直接向法院提起诉讼，请求赔偿损失或者要求公司的董事会和管理层为了股东利益的最大化而工作。

1999年1月至2001年6月是中国股市的又一个“牛市”（上证指数最高达到2218点），证券法正是在这段时间里生效的。在此期间，财务数据造假、市场操纵、内幕交易等现象层出不穷。中国证监会先后发布了92个行政处罚命令，涉及的机构104家，涉案人员达270人。[14]媒体也就相关欺诈案进行了详细的报道，但是，“牛市”使证券法在长达两年的时间内被人们遗忘了。

证券法生效的头两年内，没有多少投资者试图通过民事诉讼的方式获得损害赔偿，司法机关也没有为证券法的具体实施进行知识储备，最高人民法院也没有起草有关证券法实施的细节性问题和程序性问题的司法解释。当多数投资者从牛市获利，而部分投资者受损时，推动法律变革的力量并不强大。

接下来发生的一系列事件改变了这种状态。2001年4月23日，中国证监会宣布对四家广东的基金管理公司进行行政处罚，总罚款金额为4亿元人民币，同时要求被处罚者返还同等数额的非法所得。[15]做出该

行政处罚的事由是：从1998年10月至2001年2月，这四家公司发布虚假信息，联合操纵上市公司亿安科技股票价格。亿安科技董事局主席及其亲属以及该上市公司的高级管理人员等都涉嫌其中。《财经》杂志2001年7月号的封面文章就该股票操纵案做了详细的报道。随即，《财经》杂志2001年8月号又就另一个热门上市公司银广夏的财务问题发表了深度调查报告。报告披露，1998—2001年，银广夏编造了大量的收入凭证（包括价值数亿元人民币向德国出口的凭证）以及并不存在的建设项目和生产车间等，整个造假涉及的金额超过10亿元人民币，虚报利润达人民币7.7亿元。这个事件不仅使广大投资者感到震惊，同时在整个社会上也引起了强烈的反响。在这之前很多人想当然地认为，财务会计造假的上市公司毕竟还是少数，并没想到问题会如此严重。银广夏事件被冠以中国的“安然事件”称号。这些事件正好发生在上证指数从2218点高位下降到9月份的1700点左右期间。

这些事件使法律变革被提上议事日程。失望的投资者开始在证监会门前示威。证监会主要官员开始会晤最高人民法院领导，协商能否让司法介入证券市场，让法院在证券监管方面发挥更大的作用。然而，“管好自己的一亩三分地”是政府官员的典型思维方式。就证券市场监管而言，大家通常认为这是证监会的事情，而不是法院的事情。所以，虽然证监会努力强调这是法院系统应有的职能，法院系统最初还是不情愿介入证券民事诉讼。

2001年9月20日，投资者同时在北京第一中级人民法院、广州市中级人民法院和上海市中级人民法院起诉银广夏及其管理层。一些江苏的投资者也打算提起诉讼，律师也正在为起诉银广夏及相关人员和机构准备材料。与此同时，报纸和电视也连篇报道那些愤怒的投资者上当受骗的故事。大量分析证券民事诉讼的文章也如雨后春笋般涌现在互联网上。一个诉讼浪潮正在形成，这极大地冲击了最高法院和中国现有的司法系统。如果不能正确地疏导这种浪潮，其政治后果会非常严重。

关于证券民事诉讼的临时禁令

2001年9月21日，最高人民法院发布了一项通知，要求所有下级法院暂停受理证券民事诉讼案件。这个通知在证券诉讼的浪潮即将汹涌澎湃的时候出现，使每位置身于股市、关心中国资本市场法律发展的人都感到非常震惊，并立即招致各方专家及利益团体的批评。大家讨论最热烈的不仅是证券市场的发展问题，更涉及法治问题，尤其是法院的职责

问题。这个通知立即将最高人民法院推至聚光灯下。回过头看，证券民事诉讼给中国的法院系统提供了一个绝好的机会，本来可借此在中国社会赢得更多的政治地位和尊重，然而，最高人民法院放弃了这次机会。

经过多方了解，我们终于明白，原来最高人民法院是考虑到下面几个问题：第一，由于证券民事诉讼是不同原告就同一事由在不同的地方法院起诉同一被告，有可能会出现不同的判决结果，这将影响整个法院系统的声誉和可信度。此前，还从来没有出现过这样的先例——不同原告就同样的事由同时在不同省份起诉同一被告。法院系统该如何应对可能发生的危机？会不会在法律及政治上造成混乱？第二，如果每一个被侵权的投资者都单独提起诉讼，整个法院系统将被数以万计的证券诉讼所淹没。第三，由于没有先例，地方法院的法官们对当事人的诉讼地位、必需的证据类型、损失计算等问题都没有统一的标准。第四，如果大量的上市公司被起诉，如果个人原告都得到正当的赔偿救济，可能造成国有资产的大量流失（因为不少上市公司是国家控股）。在这种民事诉讼中，被告人的利益实际上就是国家利益。这恰恰是原告权益与国家利益相抵触之处。在二者间是否有折中的办法呢？如何才能达到司法独立？这些因素使法院对证券民事诉讼“叫停”。

“叫停”的通知发出后，法学专家们在媒体上展开了广泛争论和分析，从而为社会大众提供了一个接受法学教育的绝好机会。在此期间，即使没有受过任何法律训练的人也知道什么是“集体诉讼”（class action），为什么集体诉讼可能是证券民事诉讼最好的方式，[16]为什么更强调民事诉讼而不是行政或刑事诉讼，在证券民事诉讼中谁负担举证责任，为什么法院应当受理股民提起的诉讼等。因此，现在很多投资者和读者也能够评论“集体诉讼”和“举证责任”了。如果你留意这些变化，就会发现，法律文化正是在这一过程中获得了发展。

禁令的部分突破

2002年1月15日，最高人民法院发布第二个通知，指示下级人民法院可以受理和审理已经由中国证监会及其派出机构做出已生效行政处罚决定的、因虚假陈述而引发的民事侵权赔偿案件，但仍然暂不受理因其他如内幕交易和市场操纵等行为引发的民事诉讼案件。该通知有条件地为证券民事赔偿开了一扇门，但通知设置了一道前置程序，即需由行政部门事先做出处罚决定并已生效，这似乎混淆了司法与行政的职能，再次引起广泛的争论（促进法律文化发展的又一新机会来了）。这一规定

有悖于中国宪法规定的司法独立原则，有悖于股东权益的保护。最高人民法院对此做出解释，认为下级法院对证券民事侵权案件的取证及证据认定等方面缺乏经验，这个前置条件只是一个过渡性安排。

虽然如此，通知发布还不到一周，2002年1月24日，三名投资者在哈尔滨以虚假陈述为由起诉上市公司大庆联谊及其管理层的案件被受理。随即，又有767名投资者以同样的理由起诉了大庆联谊。由于最高院的第二道通知中指明暂不受理集体诉讼，这些诉讼只能一个个单独进行。[17]但770人中只有94人同意单独诉讼。尽管如此，为这94个单独诉讼，哈尔滨中级人民法院就此举行了为期两个月的听证会（从2002年8月至10月）。

2002年，另有9家上市公司及其高管和其他相关责任方在不同的法院被起诉。其中银广夏约为1100个单独诉讼的被告，并且诉由都是虚假信息披露。2002年，各地方法院受理了这些诉讼并对其中的一些案件进行了开庭审理，有几个案件通过法庭调解结案，但也有个别案件拖了很长时间。其原因还是很多具体程序问题和实体法上的规则不够明晰，比如当事人的诉讼地位、如何认定损害（损害到底是不是证券市场的系统性风险）等等。

这些困境促使最高法院于2003年1月9日又颁布了《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（以下简称《若干规定》）。《若干规定》共37条，对证券法做了具体解释，是在广泛听取法学界、金融界的专家和学者的意见后制定的。该解释仍将可以受理的证券民事诉讼范围限定在因虚假陈述引发的案件，仍旧要求受理案件的前提是有关行政部门已就该案件做出了行政决定，或者有刑事判决。不仅如此，《若干规定》还对提起证券民事诉讼设置了新的限制，《若干规定》第九条规定，所有证券民事赔偿案件必须由上市公司所在地有管辖权的中级人民法院管辖。法官们认为这一规定使司法过程更便捷（例如，调查证据更容易了）。这一限制与《中华人民共和国民事诉讼法》（以下简称《民事诉讼法》）的规定并不一致，在《民事诉讼法》中，原告可以选择由原告或被告所在地法院管辖。此外，如前文所述，当地政府对本地的上市公司具有强烈的保护倾向，这意味着当地法院在审判中可能偏袒被告。这就暴露了中国法律体系的另一个特征：司法便捷优先于原告的诉讼权利。

总的来说，《若干规定》为地方法院审理因虚假陈述引发的民事赔偿案提供了更具体的实践指导。[18]《若干规定》在2003年初引发了人

们对证券市场的新热情，使已失望的投资者对损失赔偿有了更多的希望。但是，截至本书成稿，2002年的那些案件仍然许久未决。如此多的未决案件表明，地方法院也许还在等待最高人民法院对一些尚未明确的细节做出更明确的指示。从《中国证券法》颁布到现在已有些年头，尽管很多方面已经有了进展，法院系统在具体执行证券法方面仍需更多的努力。[19]在法律制定与法律实施之间还有很大的差距。这也说明了，在大陆法系国家，自上而下地制定法律然后布置实施的法律传统是根深蒂固的，也存在诸多弊病。中国的实践经验进一步证明了普通法系的优势，因为在判例法下，法官们有通过实践创造法律的权力，能使法律更强劲地发展。

产品责任民事诉讼

与证券民事诉讼相比，产品责任民事诉讼领域并不是近些年民法变革的前沿话题。下面这些法律和司法解释构成了产品责任民事诉讼的基础。

（1）《中华人民共和国民法通则》（1986）规定了因产品瑕疵而导致的民事赔偿问题（第一百二十二条、第一百三十条、第一百三十一条、第一百三十二条和第一百三十六条）。

（2）《最高人民法院关于下级人民法院如何审理产品责任民事案件的操作细则》（1988年1月26日）；

（3）《中华人民共和国民事诉讼法》（1991）规定了审理产品责任民事案件的程序细则；

（4）《中华人民共和国产品质量法》（1993）和《中华人民共和国消费者权益保护法》（1993）是关于产品质量民事责任的主要法律。

1993年通过的两部法律是对20世纪80年代和90年代初市场上存在的假冒伪劣消费品猖獗现象的反应。由于这两部法律日渐成为行政和刑事诉讼的规则，它们进入了“法制”的序列。基于产品质量法律提起的民事诉讼非常少见。与证券民事诉讼取得的长足进步相比，产品责任领域的民事诉讼缺乏具有里程碑意义的事件。

中国有众多行政部门和政府机构监管各类消费品，例如计量检测中

心、药品监督管理局等。这些行政机关成为推进产品质量法实施的主要公共力量。它们经常通过没收和焚烧等方式来试图消灭假冒伪劣产品。第一次这类运动是由全国人大于1992年发动的。在此后的十年间，没收的商品价值总额超过30亿元人民币。

通过www.lawyee.net（中国最大的法律数据网站之一），我们能够检索到的最早的产品责任民事诉讼案发生在1989年。该案中，位于内蒙古包头市的一家供销合作社起诉同市的一家电冰箱供应商。诉由是原告的职员在打开被告出售的电冰箱时因触电而死亡。经包头市产品检验局检测，该电冰箱存在质量瑕疵。当地法院因此认定冰箱生产商应该承担法律责任并判定：（1）归还电冰箱价款7900元；（2）赔偿受害者家属共计13987元；（3）赔偿其他损失和开支5400元。

尽管还有其他一些零星的基于产品质量责任的民事案件，但是大多没引起太多关注。通过www.lawyee.net，我们共收集了80个产品质量案件（其中43个为消费者产品质量案件，7个案件中存在因产品质量致人死亡的情节，32个案件中包括对产品使用者的身体伤害）。其中，59个案件以原告胜诉结案，法官判决的最大赔偿数额为108万元人民币，赔偿平均值为127395元。赔偿通常包括三个部分：直接损失、惩罚性赔偿和原告因诉讼而支出的成本。

在众多产品责任案中，尤其令媒体关注的是起诉东芝的案件。1999年10月，美国得州地方法院主持了一起起诉东芝美国公司的集体诉讼案，在原被告双方达成的和解协议中，东芝美国公司向原告赔偿2.1亿美元。[20]诉讼事由是，NEC公司宣布并刊登声明指出其1989年出产的软盘微处理器存在瑕疵，而东芝公司在明知产品质量存在问题的情况下仍然在其笔记本电脑中使用该产品。磁盘驱动瑕疵导致两个笔记本使用者的数据丢失。原告团体包括50万该产品的使用者。但东芝公司在美国达成调解协议后，并没有向其中国的消费者通告其产品中存在的瑕疵，而是继续将存在瑕疵的该类产品销售给中国的消费者。

2000年5月8日，一个中国消费者因偶然的机会在网上发现了这个和解结果，并将其公布于众。东芝公司的态度引起了广大消费者的普遍愤怒。网站上的留言和各种媒体上充斥着民族主义色彩、情绪化的评论。司法界和法律专家就此展开了激烈的辩论。2000年5月25日，9名东芝笔记本用户在北京对东芝公司提起共同诉讼。但时任东芝株式会社董事副总裁左贺正一在发布会上表示，由于中美法律上的区别，中国用户不会像美国那样得到全额赔偿，只能向中国用户提供免费的补丁软件。同

年8月15日，三位原告在上海又一次将东芝公司告上法庭但迟迟未能得到有效解决。

为了说明中国对消费者权益保护的进展非常有限，有必要介绍1999年发生的一个有名的名誉诽谤案件——恒生电脑公司诉王洪案。1997年8月，王洪先生购买了一台恒生笔记本电脑。之后不久，王先生发现该电脑经常无故死机。电脑的保修期是截至1998年6月1日。在保修期内，王洪将电脑拿到恒生电脑专卖店，但没有得到任何维修服务。以后，王洪又多次与恒生电脑专卖店联系维修事宜未果，一直持续到6月末。王洪决定在网上发布谴责恒生电脑的帖子，并向政府支持的中国消费者协会进行投诉。两个月后，维修服务的事情还是没有取得任何进展。接着，王洪在网上发布了更多愤怒的帖子。《生活时报》和《微电脑世界周刊》分别于1998年7月27日和10月10日就此事进行了报道。

1999年4月，恒生电脑公司将王洪和这两家媒体告上法庭，起诉其名誉侵权。基层法院判定王洪和这两家媒体的侵权事实成立并判决王洪向原告赔偿50万元（相当于王洪年收入的25倍），另外两家媒体分别赔偿25万元。案件上诉至北京市第二中级人民法院，北京二中院仍然认定侵权事实存在，只是改判王洪向恒生电脑赔偿人民币9万元（相当于王洪年收入的4.5倍）。

法院在王洪诽谤案中的判决证明了保护消费者权益的道路还有多么长。王洪只是试图获得他应该得到的，而且是他付了钱的售后服务而已。他在网上的帖子只不过是提醒广大消费者联合抵制该厂家的产品。然而，为此他还是付出了沉重的代价。

产品责任与证券民事诉讼之比较

一个有趣的研究课题是：为什么证券民事诉讼导致了法律的重大发展而产品责任诉讼却没有呢？这两个领域有什么明显的特征差异？从实际影响来看，证券市场所涉及的人群相对较小，而消费品却涉及整个社会生活的方方面面。因此，消费者权益保护对整个经济而言应该更加重要。但是，正如本文前面讲的那样，在推动法律变革方面，证券市场具有更大的推动力。

我们试图提出以下几个观点：首先，证券投资者群体的特点在于其同一性，或者说其高度可认同性。在证券欺诈中，股票持有者在同样的

时间被同样的欺诈行为所伤害。损失的因果关系非常容易证明，尤其是股票的持有者本人对损失的发生并没有任何责任。与此相比，产品（消费品）损害却不同，即使是同一产品，例如东芝笔记本电脑，对使用者造成的损害将会发生在不同的时间和不同的地点。这一事实表明，受害的消费者之间具有较弱的同一性。尽管可以从技术上证明消费者所遭受的损失是基于同样的产品瑕疵，但是产品制造者和经销商经常会以消费者使用中的过错作为抗辩理由。产品责任案件要求特定原告提供因果关系的特定证据。

其次，证券交易中的损失能够比较容易和迅速确定。价格差异是衡量证券投资损失的有效直接手段，这不仅很容易计算，而且经济损失是证券案件中的唯一损失。与此相比，因产品瑕疵导致的对消费者的损害通常是不明显的，也是难以衡量的。这些损害，例如死亡，后果严重，但其损失后果则比较主观且难以用金钱衡量。损失的不确定性和测度损失的困难性使受害者的处境难以得到其他受害者和社会的同情与认同，使利益群体难以形成。

最后，证券市场的两个特点——受害者的共同性和损失的可迅速测量性，有利于媒体的广泛报道和辩论，使有关证券民事诉讼和股东权利保护这样的话题具有广泛的读者面。人们对证券交易得失的敏感性是导致证券市场受到整个社会关注的一个重要原因；与此相反，消费品的话题就难以成为这么多人关注的焦点。因此，媒体对证券市场的关注同样是有利于形成具有一定政治影响力的证券投资者群体的重要原因之一。

结论

自从韦伯和哈耶克提出有关法律与经济发展的关系问题以来，关于法律是否会影响经济和市场的发展的争论已经持续了数十年。近年来，有些学者通过援引中国这些年的发展经验，尤其是通过将中国与印度进行对比后认为，法律与经济增长和市场发展没有关系。[21]这种结论实际上是建立在“先规范，后发展”这样的理念上的。然而，对中国实践经验的近距离观察表明，对新兴市场而言，“先发展，后规范，再发展”或许更能准确表述其特征。正如科菲所认为的那样，经济和市场发展的开始阶段，是建构制度的阶段，同样更是尽力发现问题并挑战旧制度的阶段；经济社会发展之后，法律的变革也就随之发生了。在一国经济发展的第二阶段，也就是当一国试图寻求更加长远、成熟的经济发展时，法

律的变革是必需的。因此，法律秩序未必是市场发展初期的前提条件，但却是市场成熟发展的前提条件。

市场的萧条通常需要法律的变革来改变。19世纪30年代早期美国的经验验证了这一点。中国证券市场的两个萧条时期（1993—1996年和2001年至本书成稿）同样引发了法律（尤其是司法）的重大变革：第一个萧条时期促使中国证监会采取更加严厉的措施处罚违规者；第二个萧条时期推动了证券民事诉讼的发展。

通过中国经验得出的第二个观点是，不同的经济活动对于法律的变革会产生不同的推动力。资本市场可能是形成具有一定的政治影响力的团体从而对法律变革产生重大影响的最有利的力量。这是因为资本市场具有两个基本特征：（1）在该市场上形成的利益团体具有高度同一性和认同感；（2）在该市场遭受的损失是确定的而且是可以立即被知道的。资本市场的这两个特点不仅使市场投资者之间能够很容易地迅速产生认同感，而且为在公共媒体和其他场所展开的公共辩论创造了观念性基础，从而促进法律文化的发展。证券民事诉讼是对“法律是统治阶级进行阶级统治工具”这一传统中国观念的挑战。

参考文献

1. Black, Bernard S., “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets ”, *UCLA Law Review* 48, April 2001.
2. Cheffins, Brian R., “Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom ”, *The Journal of Legal Studies* 30, June 2001.
3. 陈志武，“证券集体诉讼在美国的应用”，《证券法律评论》2002 年第 2 期，第 260—294 页。

4. Chen Zhiwu and Peng Xiong, "Discounts for Illiquid Stocks: Evidence from China ", *Yale School of Management*, 2001.

5. Clarke, Donald C., "Corporate Governance in China: an Overview ", *China Economic Review*, 2003.

6. Clarke, Donald C., "Economic Development and the Rights Hypothesis: The China Problem ", *American Journal of Comparative Law*, May 2002.

7. Coffee, John C., Jr., "The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control", *Yale Law Journal* 111, October 2001.

8. Goetzmann, William and Elisabeth Koll, "The History of Corporate Ownership in China". Working paper, Yale School of Management and Case Western University, 2002.

9. Hertz, Ellen, *The Trading Crowd: An Ethnography of the Shanghai Stock Market*, Cambridge University Press, 1998.

10. Hutchens, Walter, "Private Securities Litigation in China: Materials Disclosure about China's Legal System", forthcoming in the *Pennsylvania Journal of International Economic Law*, September 2003.

11. Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes and Andrei Shleifer, "Tunneling ", *American Economic Review Papers & Proceedings* 90, May 2000.

12. Jones, William C., "Trying to Understand the Current Chinese Legal System", in C. Stephen Hsu, ed., *Understanding China's Legal System: Essays in Honor of Jerome A. Cohen*, New York University Press, 2003.

13. Kirby, William, "China Unincorporated: Company Law and Business Enterprise in Twentieth Century China", *Journal of Asian Studies*,1995(54), pp.43-63.

14. Kristof, Nicholas D., "Freedom's in 2nd Place?" *The New York Times*, Aug. 29, 2003.

15. La Porta, Rafael, Florence Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance* 52, July 1997, pp. 1131-1150.

16. La Porta, Rafael, Florence Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, "Law and Finance ", *Journal of Political Economy* 106, December 1998, pp. 1113-1155.

17. 郎咸平与汪姜维，"寻找最适当造假利润率",《新财富》, 2002 年 第 11 期。

18. Lawrence, Susan V., "Ally of the People", *Far Eastern Economic Review*, May 9, 2002.

19. North, Douglas, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, 1990.

20. Pistor, Katharina, "Patterns of Legal Change: Shareholder and Creditor Rights in Transition Economies ", *European Business Organization and Law Review* 59, 2000.

21. Robertson, Jack, "Toshiba's $2 Billion Settlement Confounds the Industry", *Silicon Strategies*, November 08, 1999.

22. Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, 1997, "A Survey of Corporate Governance, " *The Journal of Finance* 52, June 1997, pp.737-783.

23. Thakur, Ramesh, "China Is Outperforming India", *International Herald Tribune*, Jan. 7, 2003.

24. Walter, Carl E., and Fraser J. T. Howie, *Privatizing China: The Stock Markets and Their Role in Corporate Reform*, John Wiley & Sons, 2003.

---

[1] 本章根据2003年作者发表在*China Economic Review*上的"Capital Markets and Legal Development：the China Case"一文翻译改写而成，王勇华提供了最初的翻译稿。这里特别感谢唐纳德·克拉克（Donald Clarke）、贝尔顿·弗莱（Belton Fleisher）、安德烈·什莱弗（Andrei Shleifer）给本文提出的建议，也感谢王勇华、石明磊、熊鹏和周锋等为本文提供的大量数据和案例。

[2] 参见克拉克(2003)立足于中国近期发展的经验对"产权问题"(property right matters)的讨论。

[3] 参见Shleifer and Vishny（1997）就证券市场发展的法律问题这一课题所做的深刻而全面的调研。

[4] 参见Boycko, Shleifer and Vishny（1997）关于俄罗斯社会变革和法律的适应性问题的

论述。

[5] 从某种意义上讲，国有企业的所有权平均分成一定的份额由整个国家的公民享有。由于政府控制着国有企业管理层的人事任免，因此没有相关的机制来约束这些代理人以及代理人的代理人，使他们真的能够为了最终股份持有人（公民）的利益而工作。于是，国有企业管理层问责机制的缺失就不足为怪了。由于问责机制的缺失，导致企业运作不好，那是必然的事。当所有权与经营权出现极端分离的时候，必须要有有效的治理结构来制约。

[6] 参见Chen and Xiong（2001）就法人股价值被低估问题所做的研究。他们认为，由于这些法人股不能公开上市交易，没有流动性，所以这种股票的市场价相对于流通股价平均低86%。这种因股票流通性而导致的定价扭曲是公司治理问题的一个重要研究领域。

[7] Water and Howie（2003）坚信，中国政府发展股市的主要动因，以前是，而且将继续是，把其作为帮助国有企业进行改革的工具，至于资本市场发展出的“副产品”则是次要的。

[8] 参见：Johnson，La Porta，Lopezde Silanes and Shleifer（2000）。

[9] 参见Clarke（2003）就公司治理问题发表的文章。《新财富》的文章可从http://www.newfortune.net.cn获得。

[10] 由于国有股和法人股不能上市流通，无法对国有股和法人股进行精准估价，所以，所谓4万亿元股本总额的说法，来源于中国证监会官方网站上发布的消息。他们将发行的股本总数与A股市场流通股市值价值简单相乘得出这一数据。在Chen and Xiong（2001）看来，这种算法明显高估了中国证券市场的股本总额，因为法人股、国有股在转让或者拍卖时其价格通常相当于市场流通A股价格的14%。另参见Walter and Howie（2003）关于中国证券市场股本总额的论述。

[11] Hutchens (2003)对中国证券民事诉讼的历史做了精彩的论述。该文分析了在一个缺乏民事法律传统的国家中各种因素（积极和消极）对法律发展的影响。

[12] 欲了解更多的证券行政处罚案件及其细节，可访问中国证监会官方网站http://www.csrc.gov.cn.在其前任主席周小川的领导下，中国证监会为提高市场和行政监管的透明度做出了巨大的努力。其中证监会官方网站的开通并向社会提供丰富的容易获得的信息也是其努力的重要内容。

[13] 证券市场上投资者数量与证券交易账户存在较大差别。首先，同一个投资者，如果他同时在上海证券交易所和深圳证券交易所进行证券交易，可能同时拥有两个交易所的证券账户。这意味着7000万个证券账户可能需要缩减一半。其次，投资者可能通过借用别人的身份证而开立多个证券账户。这是那些市场操纵者的惯用伎俩，以此躲避对其交易行为的监管。有人认为真正的投资者数量约为1000万左右。参见Walter and Howie（2003）。

[14] 相关信息请访问中国证监会的官方网站http：//www.csrc.gov.cn。

[15] 这些罚款还有待收缴上来。无论是民事判决还是行政罚款，在执行起来都非常困难。这是中国面临的另一有待解决的现实法律问题。

[16] 陈志武（2002）对美国证券集体诉讼立法情况和如何在中国实现集体诉讼做了详细的论述。

[17] 郭锋律师代理了676名大庆联谊受害股东，他替其当事人争取集体诉讼而非个人诉讼的权利。他坚持自己的立场不放，和哈尔滨市中级人民法院的协商持续了长达一年之久（2002）。如同Hutchens（2003）所说，郭峰律师坚定不移和坚持不懈地奔走于最高人民法院和哈尔滨中院之间，为推动证券民事诉讼起到了至关重要的作用。这表明，律师在中国法律变革过程中扮演了重要的角色。就在郭峰律师为集体诉讼奔走的同时，代表其他94名原告起诉大庆联谊的律师同意采用单独诉讼的方式。这也是哈尔滨中院在2002年8月与10月间举行听证会的原因。

[18] 参见Hutchens(2003)关于证券民事诉讼对法律体制的影响的深入分析和论证。

[19] 通过对大量处于经济转轨时期国家的考察，Pistor(2000)认为，法律的移植通常难以获得成功。移植的实体法律如果想取得成功，就必须改变一国原来的一些固有制度性结构。

[20] 参见Robertson（1999）关于此和解方案的报道。

[21] 参见Thakur（2003）就中国和印度的情况所做的比较，另参见Kristof（2003）就俄罗斯、乌克兰和中国的情况所做的比较。

第五篇

文化的金融学逻辑

第18章

对传统文化的金融学反思[1]

早几年，以儒家为代表的传统文化成为热门话题，这些讨论不局限于文化圈，还直接涉及小学生、中学生以及大学生每周花多少时间读古代经典、多少时间学现代知识的问题。此外，一些新儒家学者声称要“以夏变夷”“用中华文明整合世界”，对于这点我觉得就没有必要了。

那么，文化到底是什么？儒家文化为什么会在中国出现？除了儒家秩序外，是不是其他社会秩序安排就不好？西方文明真的只是物质文明，而东方文明是更高尚的精神文明吗？

文化显然不是一成不变的。比如，今天的中华文化与汉朝的文化、唐朝的文化、宋明时期的文化，甚至民国时期的文化都不一样，其他文化的动态变迁也大致如此。如果文化是不断变化的，那么是什么在推动其变迁？为什么有的文化内容经久不衰而有的则时过境迁即消失？这里，我试图从金融学、经济学的角度来回答这些问题，尽量从文化之外的视角来理解文化。我们会发现，文化内涵必然是因某种需要而生，同样会因为不再需要而走向末路。换言之，一旦文化的某种功能能够由其他更受社会欢迎的东西取代，那么那项文化内涵的生命就会结束。我们会看到，随着经济和金融技术的发展，社会所需要的文化内涵也会变化。所以，简单意义上的文化复古不仅是一厢情愿，而且毫无意义。

文化为什么是这样而不是那样的

文化的内容当然很多很广，我们关心的不是像“川菜”“湘菜”这样的非制度性文化，而是规范言行的制度性文化以及影响人们做价值判断的处世文化。此外，先要说明的是本文从金融的角度来聚焦传统文化中的家文化。

“家文化”是各种文化的核心，也是儒家跟其他文化的核心差别的体现。我们来看看它们的差别。

不管是远古，还是现代，任何人自出生即面对两种基本需要：一种是吃穿住行这些物质消费，即物质生活，所谓的“民以食为天”；另一种

是心理或说精神需求，即精神生活。从生存需要看，物质生活的重要性应该排第一，精神生活居其次。人的这两种基本需要既是文化的起因，也是文化的目的。

所有动物都有其“文化”，而一种动物的“文化程度”又跟该动物的个体独立生存能力有关。在所有动物中，人出生后的自生能力可能在最弱之列，婴儿一岁之前靠吃奶，即使一岁之后能吃一般食物、能走路了，在十二三岁前一个人还是难以独自谋生。相比之下，马的自生能力极强，小马出生一两天后即可站立走路，也能很快自己吃草。尽管如此，出生之后，小马还会追随母亲一两个月，母马也会给予“母爱”，保护小马，形影不离，所以，连马也体现出一定的“家庭观念”。笔者小时候在湖南农村，最怕的就是还在抚育一群小狗的母狗，母狗为保护其孩子所表现出的凶恶，真是奋不顾身，任何人只要靠近它的领地范围，母狗绝对会出来咬你！所以，这几乎是本能。以“家”作为基本生存单元是动物的共性。当然，对于自生能力远比马要弱的人类，家更是人种延续下去的最基本条件。任何今天还存在的民族，必须有重视家庭的基本文化内涵，否则就不可能延续到今天。各类文化都重视家庭，这是人种生存的基本底线。

除了要满足今天的物质消费和精神需求外，一个人面对的更重要的挑战是对未来生活的担忧，包括未来物质生活所需的收入的不确定性、身体健康的不确定性，还有未来精神生活、心理状态的不确定性。不确定性风险事件可能是天灾，也可能是人祸，比如，根据邓云特先生《中国救荒史》一书中的统计，[2]16世纪中国共发生过504起大水灾、旱灾、蝗灾、雹灾、风灾、瘟疫、地震和雪灾，平均每年5次以上；17世纪共有各类大灾507次，18世纪共411次，19世纪共407次，20世纪的头35年有101次大灾。这些记入史册的灾荒不包括小灾，也不包括时常发生的战争和大大小小的农民起义。兵荒马乱时期个人的物质生活与精神生活当然会受到冲击。这些都是人们想规避的系统风险。

在个人层面，生病、交通或工作事故、房子起火等意外事件也会引发财产收入、精神状况上的损失，还有娶妻、嫁女、盖房、养老等这些大开支项目，都是个人一辈子要应对的不好预测的风险或大额开支事件。此外，在创业、生产投资上也会面对大大小小的不确定性，有可能血本无归，有可能收成不好。

这些因自然、社会以及个人自己带来的难以避免的风险事件让人充满忧虑，这就逼着人们去寻找规避未来物质风险和精神风险的手段，否

则一个家庭、一个民族生存下去的概率就会大大降低，社会也无法安宁。

大致来讲，人类有两种途径规避未来风险，其一是靠发展，“发展是硬道理”，通过提高物质生产力和精神供给量来提升人类整体生活水平，这当然能增强个人抵御风险事件的能力。物资供应有盈余时，即使一时发生天灾人祸或粮食歉收，也不至于给人造成致命的危机。“硬”技术创新的贡献即在此。

其二是通过个人之间的经济交换、精神交换，达到互保、互助、资源共享的效果，以此提升社会共同的避险能力，使个人能更好地走出经济紧张、精神压抑的困境。在任何社会，由于个人的收入风险特征以及能力都会各不相同，他们可以通过交换达到互保、互相配置资源的效果。在精神生活方面也如此，不同的人会在不同时候出现喜怒哀乐，为人际感情交换提供了基础。

问题是，如何进行交换？在经济利益方面，金融产品就是让不同人（买方和卖方）实现在不同时间和不同状态之间的物质交换（未来也许可以有实现不同时间和不同状态间感情交换的证券）。例如，借贷合同是让贷方今天把钱借给另一方使用，但到期时借方要还本付息，其效果是贷方把今天的收入转移到未来花，借方则把未来收入转移到今天花。其他诸如人寿年金、医疗保险、人寿保险、养老基金、股票、债券等金融产品，虽然合约的支付安排不同，但道理都是实现不同人在不同时间、不同状态间的利益交换。可问题是，这些金融品种直到近代才发展，那么，在古代以及传统社会里，类似这样的金融保险交易和精神感情交易靠什么方式进行呢？这是一个交易风险或者说契约执行的问题，如果大家都担心另一方会赖账、不履行交换义务，那么互保互助交易就无法发生。历史上不同时期、不同社会推出的文化与制度基本都是为了保证这些交易能顺利进行。

在原始社会，由于生产能力低下，靠狩猎、采摘野果谋生，其收成的风险太高，打猎时可能连续多日一无所获，没有食物供给，生存挑战必然是每天的首要问题。如果那时期生产和生活都以个人或家庭为单位，那么人的生存能力会极低，人类可能很快灭种。所以，原始部落就成为规避生产风险、规避天灾人祸、提供原始精神消费的基本组织。尽管部落公有制淹没了个人的空间，也没有独立的家，但在当时生产能力的约束下，原始部落可能是最理想的经济互助体和社会共同体。那时没有正式金融契约交易，但部落里共享一切，其实就是基于隐性利益交换

的原始社会保险安排。

到了农业社会，可以圈养家禽，在固定的地方重复种植粮食，这两类生产技术革新大大提高了人类社会的生产力，使物质供应大增，降低了饥饿的频率。在这种情况下，人类文化也发生了变化，人们没必要再继续部落公有制这种经济互助组织。毕竟，为了支持部落公有制达到分摊未来风险的效果，每个人需要牺牲太多的个人空间和个人自由。只要生产力有所突破，让个人的独立生存能力有实质性提高，人们必然会寻求新的、扩大个人空间的经济组织与社会组织，一种全新的文化也会应运而生。这就是阿马蒂亚·森所说的“发展就是使个人更自由”，也是人性所向。

在农业社会，外部化的法治没有建立，与陌生人交易的成本还太高，商业特别是金融保险、借贷、证券业都不发达，还没有市场提供的互保互助交易。所以，在走出部落公有制之后，还必须找到一种新的保证经济交易、精神交易能顺利进行的安排。这时，家族、宗族就成为主要的经济互助体和社会共同体，亲情与血缘成为保证互保、互助交易能顺利进行的自然基础，家族像一个非正式的内部金融市场。以家庭为基础性存在单元当然没把个人充分解放出来，不等于个人完全自由了，但“家”可能是那种时代里让个人达到规避未来物质风险、精神风险的最可靠安排。

在任何社会里，家庭有两个主要功能：一个是经济互助，另一个是精神互助。其经济功能包括两方面：第一，在家庭内部存在各种隐性金融契约关系。父母在后代身上投资，所以后代有隐性回报责任。兄弟姐妹之间或不同家庭之间则你欠我的、我欠他的，相互存在许多说不清道不完的隐性债务、保险责任。第二，因血缘关系，“家”能大大减少各成员间利益交换的执行风险，减少交易成本。

为了支持“家”的经济互助和精神互助功能，社会就必须有相配的家庭、家族文化，帮助实现这些错综复杂的隐性金融契约。由此体系性的文化就产生了。

家文化的今与昔

也就是说，在没有市场提供的各类保险、借贷、股票、投资基金、养老基金等金融产品的前提下，成家并生儿育女，而且最好是生儿子，

就成了规避未来物质风险和精神风险的具体手段，即所谓“养儿防老”。生儿育女既是父母对未来的投资，又是为未来买的保险，儿女是人格化了的金融品种。父母也许爱子女，也许不爱，这不是最重要的，关键是儿女长大后要“孝”，这是保证父母投资有所回报的关键。“养儿防老”是保险和投资的概念，而“孝”则是儿女履行隐性契约的概念。以“孝”和“义务”为核心的传统文化降低了这些隐性利益交易的不确定性、增加了交易安全。正如谢幼伟先生在《孝与中国文化》一文中所说：“中国文化在某种意义上，可谓‘孝的文化’。孝在中国文化作用之大、地位之高，谈中国文化而忽视孝，即非于中国文化真有所知。”

于是，由“三纲”“五伦”建立并延伸出来的家秩序、社会秩序就很关键了，臣必须服从君，子必须服从父，妇必须服从夫。这些服从关系是无条件的，也不管有理还是无理。按照梁漱溟先生的说法：“就是把社会中的人各就其关系，排定其彼此名分地位，而指明相互间应有之情与义，要他们时时顾名思义。……伦理关系即表示一种义务关系，一个人似不为自己而存在，乃仿佛互为他人而存在者。”[3]也就是说，按照天然的长幼以及男女将每个人编入一个等级组织中，然后，根据出生位置课以一辈子不变的责任与义务。不管是成年之前，还是之后，甚至儿女、弟弟都六七十岁了，每个人在这个层次秩序中的地位不变，在长者说话时幼者永远只有听话的份，只能低一等或几等，永远没有自我。这在客观上就实现了一种功能：保证父母、兄长以及其他长者的投资有回报。

人出生之前是无法选择家庭和出生顺序的，所以，以长幼定名分、责任所实现的利益交易是非自愿的交易。而强制性的交易有悖于个人权利。

不以个人权利但以名分界定的等级结构，的确让中国社会在2500年中基本不变（改朝换代除外），但这种文化也压抑了中国人的个性和我们的创造力。这样，社会或许稳定了，可代价是老百姓长期处于温饱和饥饿之间。就以这些年的留美学生为例，中国学生以及毕业后留美工作的人，虽然专业水平较高，但跟美国人、印度人、欧洲人相比，中国人往往缺乏个性，习惯于听话，不争取自己的权利，向前发展的创新力不足。

有些人喜欢说西方文明是物质文明，而中华文明则是更高境界的精神文明，其根据似乎是西方近代工业科技发达，物质生活丰富，而中国却到近年才解决温饱。这种逻辑值得商榷，原因很简单，物质生产与精

神文明之间并不是反比关系。如何正确看待东方的物质文明和精神文明呢？

我们可以从三方面看这个问题。第一，精神生活丰富的前提是精神食粮供给丰富，学术和文学艺术又是其主要源泉。两千多年来中国的学术一直围绕儒、法、墨、道家打圈圈，佛教在汉代逐步进入中国后，曾推动过唐宋时期文学、诗词等领域的发展，也出现过宋明理学，但总体上没离开对经典的解读和再解读，并且这些哲学与文学发展基本限于士大夫的小社会内，对绝大多数人为文盲的社会的精神生活影响有限。正如著名新儒学代表人物张君劢在20世纪30年代所说："然秦后两千年来，其政体为君主专制，养成大多奴颜婢膝之国民。子弟受大家族之庇荫，依赖父母，久成习惯。学术上既受文字束缚之苦，又标'受用''默识'之旨，故缺少伦理学之训练，而理智极不发达。此乃吾族之受病处。"[4]

中国并没像西方那样有系统组织的宗教，规范人们日常行为的文化观念并没有形成宗教。随着汉代佛教进入中国、明代天主教传入以及其他的教派如基督教的进入，扩展了我们的精神资源。从某种意义上讲"中庸之道"扼杀了物质文明上的创新能力，而且也扼杀人们在精神文明上的创新突破。

第二，或许有没有以宗教或者理性学术支撑的精神文明不重要，更重要的是我们把生活重点放在精神追求上，而不是过分追求物质生活。中国人追求的精神生活或许不是宗教性的，而是家庭温暖和亲情。但是，人与人之间的友情是一件非常个人化的事情，每个人有不同偏好、不同性格，即使是同父母的兄弟姐妹，性格与喜好也难以相同，他们除了知道彼此是兄弟姐妹而"应该"有亲人关系外，不一定有心灵深处的相通，不一定有出于"自愿"的友情。家庭成员间会因为名分以及相应责任而彼此相依赖、交往，可是这不等于他们的关系能超出原始情感而达到更高的心灵沟通的境界，就像包办婚姻中夫妻知道彼此有责任、是夫妻，但他们可能没有"爱"的体验。人的个性与自由空间也都是被压抑的，情感与心理世界无法超越朴素感情。

第三，家文化下重视"家"的经济功能，轻视其社交与情感功能，也会抑制文化的精神文明内涵。从某种意义上讲，在连温饱问题都没完全解决的农业社会里，"家"的经济功能当然应该是实现家庭成员间的经济利益交换，所以文化里"孝""顺从""听话"排在第一，这是可以理解的。但问题也在这里，人们容易先看到利益，然后才是亲情，或者只看到经

济利益。经济利益夹在“家”中，你搞不清亲戚对你好是真好还是出于利益。在现实生活里，笔者在湖南家乡看到更多的是因为利益大打出手的家庭，而不是突出亲情、突出情感关系的温情脉脉的家庭。说到底，这种文化抑制了物质文明发展，想在精神情感世界里能达到文明顶峰，那只能是奢望。

传统学问对中国社会的研究太多停留在研读经典上，好像研读经典就是了解真实的中国。显然，“四书”“五经”讲的是“应然”，但“实然”可能是另一码事，就好像不能说《圣经》里的世界就是西方社会一样。书本里的儒家伦理社会温情脉脉，充满诗情画意，真实的中国传统社会里虽然不“言利”，实际却连“家”里也以利益当头。从经济学的角度讲，“刚性”的“孝”可能反而迫使家庭关系以利益交换为主。

我们可以从今天的中国看到这一点。中国今天实际上是一个包含了许多不同亚文化的社会。2005年，杜俊林同学协助笔者对北京、丹东、徐水县以及河南三个村——九连城、牛庄、宋庄做过一次调查，各地随机抽样300多人，这些地方的收入水平和经济发展程度当然是北京最高，丹东市次之，徐水县第三，九连城、牛庄、宋庄最低。

许多家庭交往、社会交往呈现经济交易的内涵。比如，在现代社会中，送礼往往是象征性的，“醉翁之意不在酒”，“大礼”反而是有目的的。但在传统社会中，送礼是一件很认真的事，而且要大，因为“礼尚往来”不只是为了“情”，更多的是一种借贷利益交换。村里人遇到婚嫁、乔迁等大事时，都会大摆宴席，然后收受礼金，相当于帮助缓和大开支给主人带来的困难；此后，等到对方也有类似大事时，再送去相应数量的礼金。

对六个地方的抽样调查结果是，北京人之间的借贷和礼物往来最少，丹东和徐水次之，农村人之间的借贷和礼物往来最多。因为前者已是现代化大都市，但后者仍然保留了较多传统社会的特点。特别是在农村，借贷和礼物主要发生在亲戚之间，亲戚之外很少。由此可见，在农村，亲戚间的经济利益关系很重，家庭、家族仍然是经济互助中心。

当问他们“你为什么要生小孩”时，北京只有12%的人说“养儿防老”，而河南三个村平均有69%的人说“养儿防老”，丹东和徐水在这两个极端之间。当被问“你是不是因为爱小孩而生孩子”时，北京有55%的人说“是”，而三个村平均只有16%的人说“是”，丹东和徐水仍然在两端之间。

通过对总样本的计量分析发现，收入越高同时又买了某种金融保险产品的城市人更容易说“生儿育女是出于感情”，而不是为防老等经济目的。

这说明像在北京、上海这样的发达城市，人们有满足生活需要的收入，同时又利用保险产品、投资基金等把夫妇未来的经济风险安排好，他们更多地把“家”看成是感情交流、满足精神需要的社会单元，原来由“家”胜任的经济功能逐渐由金融市场承担，“孝道”责任逐渐被“爱”取代，经济与金融发展正在改变这些社会的文化。相比之下，在农村，家庭关系仍然以经济交易当先，“养儿”继续是规避未来风险的主要手段，“家”的情感功能相对而言就弱些，那里更需要传统伦理秩序来维系隐性经济交易，于是，那里保留了更多传统价值观念。

那么，中国未来的文化走向会是什么呢？是朝着像北京、上海等发达社区的文化发展，还是要传统农业社会那会的价值体系呢？社会文化的走向是个人难以设计的，而是由社会的需要所决定。

金融发展对西方文化的影响

为了帮助理解中国文化的未来走向，我们可以看看经济与金融发展是怎样改变西方文化的。今天北京、上海跟农村的文化差别实际上是西方文化的今天跟过去的差别的映射。西方并非历来就以个人为中心，是经济与金融的发展把他们逐渐从对家庭和教会的经济依赖中解放出来。

当然，如今针对个人的金融证券产品已令人眼花缭乱，它们的功能各不相同。为了便于讨论，我们就以人寿年金为例，这应该是对个人规避未来风险最重要的金融品种之一。想到未来，人最不确定的是到底会活多少岁，是活到120岁还是70岁呢？如果今天按照活70岁去存钱，万一活到120岁，那剩下的50年的收入从哪里来？如果按照活120岁去存钱，万一只活70岁，那不是存钱太多？寿命的不确定性极容易让自己在老年时变成后代的负担，也丧失自己的独立自主性。人寿年金便是为解决这个问题而出现的。只要购买者证明其今天身体健康，那么他/她可分期或一次性申购人寿年金，购买完成以后，投资者可在50岁（也可从其他年龄开始）至去世之前每年得到事先约定的收入，比如4万元，这种收入支付可以持续到购买者去世或者夫妇双方都去世时为止。有了这种金融安排，父母就不必依赖后代的经济支持来度过晚年，也不用担心自己会不会活得太久，经济独立显然是个人自由的基础。

民主、自由、法治思想的实践早在古希腊、古罗马时期就出现，这是我们熟悉的历史，但以往不一定熟悉的是，人寿年金以及其他保险和借贷品种也在2000多年前的古希腊、古罗马出现并发展。按照C.F.特伦埃里在《保险的起源与早期历史》一书的考证：公元150年的《罗马民法典》就有关于人寿年金、人寿保险交易的条款；公元225年，一个叫乌尔比安的罗马人编出了人寿年金、人寿保险的定价表，那也是精算数学的起源。[5]因此，古希腊人、古罗马人就能利用这些金融工具实现个人自由。另外一类促进个人之间互保、互助交易的是在古罗马兴起的宗教以及其他民间合会，这些合会通过把众多成员的会费集在一起，对遇到意外事件的成员给予经济支持。

但是，有意思的是，随着罗马帝国于公元476年终结，欧洲进入所谓“黑暗的中世纪”，民主、自由与法治被宗教专制取代，人寿年金等金融市场也跟着消失，个人的经济风险、养老等重新由传统的家庭来承担。比如，从8世纪到10世纪，德国、比利时的宗族极发达，地权归宗族，族产以及成员奉献用于规避个体成员的经济风险，这样做的效果之一是让“家庭”的部分经济交易功能由宗族承担。但是，为支持宗族结构以及重新回到“家”的经济互助功能，其宗法与“家”文化也变得更“刚性”，让个人失去自由与权利，失去个性。

按照亚伦·古列维奇（Aaron　Gurevich）的说法，[6]欧洲人到12世纪是如此缺乏个性，如果你去看一幅那个时期的群体人物油画，你会发现那上面的人物从表情到衣着、到举止都完全一模一样，看不出任何差别，所反映的精神世界之浅薄可想而知。

12—13世纪，威尼斯、佛罗伦萨等意大利城邦的商业迅速发展，这不仅使它们的人均收入增长，让人们过上温饱的生活，而且于13世纪后期人寿年金、人寿保险、嫁妆基金等金融产品再次出现在威尼斯等地。等到14、15世纪意大利文艺复兴、个人权利意识重现时期，西欧的金融已有相当发展，为个人实现自由与权利提供了初步的金融支持手段。

各类保险、借贷、债券、投资品种在15、16世纪有更快的发展，并扩展到荷兰、法国以及后来的英国。这些日趋成熟的金融工具成为17世纪开始的思想启蒙运动和个人自由进一步发展的重要经济基础，欧洲现代民主政治制度也是在这样一个背景下出现的。

我们看到，如果把利益交易从“家庭”功能中剥离，由金融市场取代，这当然能减轻因利益交换给家庭带来的张力，但也要求一种全新的社会政治制度、一种新文化，例如，以个人权利为基础的法律以及保证

法治的权力制衡体系，否则，在家庭、宗族之外的市场金融交易就难有交易安全，契约权益无法保障。换言之，如果个人经济风险交易功能主要由家庭来承担，那就对家庭文化有相应的要求；如果这种经济功能主要由市场来承担，那么社会政治法律制度就必须有相应的内容，在此背景下西方发展出民主政治，与此同时，西方的“家”越来越成为一个单精神生活细胞，以兄弟姐妹间、长辈与晚辈间的感情交流为基础。

金融市场取代了“家”的保险互助功能，冲击了家庭经济互助体的需求。以美国为例，美国的保险、银行、证券业非常发达，各类金融产品让美国人把多数能想象到的未来收入风险、生活需要提前安排好。除了医疗、人寿、财产、汽车、失业、残疾等传统保险品种，住房、汽车等个人贷款品种，退休基金、投资基金等证券外，美国的金融与保险业总是不断了解新出现的个人生活或养老需要，根据新需要再推出新金融产品，目的是让个人不至于因意外事件而在经济上拖累亲人。

比如，20世纪90年代新推出的“长期护理保险”，其背景是随着人均寿命的提高，老年人需要有人在身边护理，此种护理费用一般不包含在医疗保险之内。这时，一种可能是要求儿女放弃工作、放弃自己的家，搬回老家照顾父母，如果这样，儿女就要牺牲自己的事业与生活。如果每代人都中途放弃自己的事业和家庭去护理、照顾长辈，那意味着每代人都无法实现自己事业与生活的最大潜力，会是一种让一代一代都不幸福的社会安排。在这种情景之下，四世同堂就没有那么美好的生活境界了。

另一种可能是由保险公司提供“长期护理保险”，如果张三从中年开始每年付1500元保费，那么他退休后，一直到去世之前都可根据需要去养老护理中心，或请人到自家来护理，费用由保险公司支付。其特点是：保险交易发生在父母跟保险公司之间，而不是在父母与后代之间。这一新的保险品种目前越来越受欢迎。

隐性和显性的经济交易几乎完全从家庭关系、家族关系中退出之后，父母可以在退休后仍然保持自己的经济独立，不需要受后代的支配。对于儿女来说，他们也不用感到“孝”的责任压力，但他们出于爱父母还是可能自愿选择去照顾父母的。

一旦强制性的经济责任不再存在于父子、兄弟之间，父亲没必要再以一副威严、不可亲近的面孔出现在儿女面前，用不着强制儿女无条件地听自己的话并要求在父母讲话时儿女不能还嘴，儿女也可获得更大的自由。父母与儿女间、兄弟姐妹间因经济利益引发的张力也就消失了，

他们可以更平等地注重感情交流和心灵沟通，让亲情、友情成为家庭关系的主旋律。

从表面看，在金融市场把经济交易从“家”中剥离出去后，没有了那些你来我往的经济交换，家庭关系好像很没有“人情味”。但实际上，如果要把家庭建成一个以纯感情维系的基本社会细胞，那么由市场取代家庭的经济功能才是最好的药方。这样，个人空间才能最大化，他的精神世界才可以更自由地拓展，精神生活才可以丰富多彩。

传统文化的出路

五四运动给中国带来了自由、民主、法治思想。回过头再看，当时的思想先驱至少在两方面存在盲点：其一是私有产权，其二是发展金融与保险市场。这二者是实现自由、民主、法治的经济基础。换句话说，如果没有自己的私有产权而是靠“领导批准”谋生，那么个人就没有伸张自己权利的财产基础，自由、民主、法治当然无从谈起；如果没有市场提供的保险与金融产品让你去规避自己一辈子的生活风险，那么在你失去了“家”这个传统的互助保障体系之后，你会对未来充满不安，这时你也不会有底气去争取个人的自由与民主权利。

这些认知盲点的确也跟中国学术历来轻“术”的传统有关，因为经济学、金融学都是太低级的“术”，所以，看不到这些也不奇怪。遗憾的是，时下的新儒家学者还是不能走出用文化来谈文化的圈圈，特别是以儒家文化来评价儒家文化，其结论当然不会是别的，用“四书”“五经”来看“四书”“五经”，只能是越看越美。如果脱离传统儒家社会的实践现实，不去研究特定文化背后的成因（特别是经济成因），不能看到儒家体系只是多种不同文化体系中的一种，那么就难以客观，有失偏颇。

一些学者认为中国文化重视家庭，而西方文化则不然——这显然是一种误解，实际上中国人和西方人都重视“家”，只是追求的“家”的境界不同。对比之下脱离经济交易功能的家，更有利于培养出家庭成员之间自愿的感情。在处于温饱与饥饿之间的农业社会里，生存是一个永恒的挑战，所以“家”的功能很难超出利益交易和保险互助，温情脉脉会过于奢侈，这种社会可能必须要有“刚性”的家庭结构，否则“家”之内的经济交易就很难有确定性。在近代西方社会生产力上升、人们收入超出温饱之后，“家”的经济功能逐渐由金融保险市场来胜任，这时的“家”文化没必要那么“刚性”，也不必约束个人的自由，因为感情的交流是逼不出

的，只有在基于个人权利、基于个人自由选择的“家”里，父母、兄弟姐妹之间的感情交流才是自愿真诚的，才不是出于“义务”责任感而为的。

从北京、丹东这样的大中城市的文化观念变化中，我们看到，随着经济和金融证券在中国的快速发展，大中城市的“家”已经发生了极大的变化，其经济功能也逐步由金融市场来承担，看到儿女时父母首先想到的不再是自己的投资和养老保障，也不再把儿女当成自己的财产，“家”已主要是情感交流、心灵沟通的地方。家庭生活不再死气沉沉，而是越来越有个性，父母跟子女间的交往也日益平等，个人自由在中国终于有了更好的基础。这是中国主流文化发展的大趋势。

从原始社会到农业，到工业，再到服务业社会，人类的制度性文化总在随着生产力和金融市场的变化而演变，其整体方向是个人自由空间的最大化，发展就是使个人自由。最初在生产能力低下时，人是迫不得已接受部落公有制，牺牲个人与家庭；一旦农业使人的独立生存能力稍微提高，人们的基本生活单元就从部落缩小到宗族、家族，然后再缩小到离个人更近的“家”；到了工业社会，生产能力远远超过人的温饱需要，金融市场的发展又将经济互助交易功能从家庭中剥离出来，使个人从家庭的经济制约中得以解放，给他以最大自由追求自己的精神世界，是经济发展和金融市场解放了个人。北京、丹东等大中城市文化观念的变迁即证明人类追求自由的自然倾向，这一点不会因人种而异。

对此，我们需要充分认识到不同文化的差异及功能，不能简单粗暴地要用一种文明替代另一种文明。据袁伟时先生在《告别中世纪》一书中所讲，早在1901年，就在清廷被迫逃命到西安、中国自己身处亡国危机的时候，辜鸿铭先生声称“……人类未来文明……依赖于中国文明的根基，或更确切地讲依赖于远东民族可称为儒家文明的东西”。以中华文明拯救世界的呼声在五四前后进一步达到高潮，其中梁启超的言论尤为突出：“我希望我们可爱的年轻人……把自己的文化综合起来，还拿别人的补充它，叫它起一种化合作用，成了一个新文化系统……把这新系统往外扩充，叫全人类都得到它的好处……我们的年轻人啊，立正，开步走！大海对岸那边有那几万万人，愁着物质文明破产，哀哀欲绝地喊救命，等着你来超拔他哩！”[7]

前辈们的超脱和大公无私当然令人敬佩，但是这些勇敢背后可能难以找到学理基础。1901年和1919年前后，都是中国自己国难当头、国家前景渺茫的时期，那时还主张拿自己的文化体系去救他国的命，这的确站不住脚。另外一种解释是，中国传统学问存在根本性的“实证”盲

点，让文人把中国过去一百多年的遭遇跟中国文化脱离开来，认为那些落后挨打的经历不是固化的传统文化所致，而是由外国人所致。而今天，中国经济今天正在崛起，也是借鉴了世界上的先进文化与文明。

但是，在我们对制度文化的成因有更深入了解之后，就会对未来有更深的思考。

---

[1] 本章部分内容刊于《中国新闻周刊》，2006年11月13日。特别感谢杜俊林、袁为鹏、曹辉宁、茅于轼、李利明、韦森、文贯中、龙登高、李健、Helen Siu、周年洋、周克成、杨培鸿、鲁西奇在本文写作过程中提供的帮助与建议。

[2] 邓云特：《中国救荒史》，商务印书馆，1937年，第54页。

[3] 梁漱溟：《中国文化要义》，上海人民出版社，2005年，第80页。

[4] 张君劢：《明日之中国文化》，山东人民出版社，1998年，第84页。

[5] C. F. Trenerry, *The Origin and Early History of lnsurance,* P. S. King & Son, LTD., 1926, p.26.

[6] Aaron Gurevich, *The Origins of European Individualism*, Blackwell Publishers, 1995, p.1.

[7] 梁启超：《欧游心影录》，商务印书馆，2014年。

第19章

家庭经济互助功能的弱化与中国金融业的兴起[1]

社会转型对传统“孝道”文化的冲击

在今天的中国，“家”的经济交易功能日益淡化，“家族”作为非正式内部金融市场的功能越来越弱。为什么基于以家为单位的养老与风险保障体系正在瓦解？许多人说是由于现代人道德沦丧所致。这也许是部分原因，但更重要的原因是由于经济发展以及社会变迁正在对原文化体系形成巨大冲击，其原因又因城市和农村有别。我们先从以下两方面看农村的变化。

第一，农村土地归集体所有，家族、家庭的长者不再有给后代分配土地的权力，族产空空，因此，长者对后辈难以有约束力。除非恢复土地私有制，否则传统长者的“威慑力”难以再现，“家规”就无“刚性”。

第二，种田已不再是致富的路子，非农的收入远高于农业收入。这意味着大家都外出打工，背井离乡往城市移民。今天，中国的城市进程在不断加深，每年大量人口从农村进入城市。以笔者在湖南的家乡为例，全村350户家庭中，有75%的家庭有儿女常年在外地城市工作、生活，其中一部分在外地有正式户口，即使没有正式户口，不少人已在外地安居。这些年关于北京、上海、广州等城市农民工子女的上学问题、医疗问题等等讨论得很多，这当然是好事。从另一方面看，在子女相继离开农村后，留在家乡的父母长辈的养老与保险问题已越来越严重。子女移居外地，原有文化对子女的约束力已相当弱。因此，在农村，传统养老与风险保障体系正在瓦解。

在城市，养老与保险更要靠金融市场。首先，城市人没有农田作为最后的生活保障。其次，城市人因工作迁居异地的现象已非常普遍，人口流动是常态。记得在20世纪80年代初到上海出差时，由于周围的人都讲上海话，笔者基本不敢开口讲话，怕暴露自己的湖南口音。但今天到北京、上海等地就不用有这种担心，因为周围的人相当多也是外地人，即使他们听出你的外地口音也无所谓。跨地区人口流动大大增加后，家庭、家族内部的经济交易越来越难以执行，代际和亲戚间的信用交易越

来越不安全，“不孝”“违约”的频率日益上升，“孝道”文化的约束力越来越弱。

因此，今天不管是农村还是城市，在社会结构和人口流动量发生根本性的转变之后，“家”的经济交易功能已越来越难以支撑，原来由家庭、家族承担的经济互助互保功能必须由金融证券与保险市场来取代。对于创业者来说，这当然隐含着巨大的商机。

实际上，从经济收入或者说生产力的角度讲，在农业社会时期，由于人们的产出能力不高、没有足够的剩余去自己安排自己未来的生活需要，所以农业社会的人是“迫不得已”靠“家庭”实现养老、保险等经济交易。但是，从晚清洋务运动开始的工业化，经过近150年的努力，已使中国的生产力大大提高，物质品种的丰富程度前所未有，现代工业、农业已解决了中国人今天的生存挑战。但，在解决了今天的物质需求之后，人们的剩余收入与财富越来越多，接下来的挑战便是如何安排好未来的物质与精神需要。在收入能力达到如今的高度后，人们没必要靠传统的家庭结构来规避未来风险和养老需要，当然更希望用各种证券市场安排未来的生活需要。

从美国过去一百年的金融发展看中国金融的未来

这种判断对中国家庭文化以及金融业的未来走向有什么含义？我们或许能从美国的经历看出一二。虽然美国的历史和文化背景跟中国不同，但工业革命，特别是现代交通运输技术大大改变了美国的社会结构，那些社会转型从根本上推动了美国金融的发展，改变了其金融行业结构以及美国的家庭文化。对美国金融业的发展仔细地研究会帮助我们预测中国金融业和家庭的未来走向。

20世纪之前的美国跟近年的中国在许多方面相类似，“家”与“家族”对美国人的经济互助、互保作用也很强，主要原因也跟农业在美国经济和社会中的分量有关。比如，1978年的中国跟1820年时的美国在就业人口的产业分布上惊人地相似。1820年，美国就业人口在农业、工业和服务业之间的比例分别为70%、15%和15%，中国1978年时的就业人口在这三个产业间的分布为70.5%、17.3%和12.2%；1890年，美国就业人口在三个产业中的分布是38%、24%和38%，而中国到2004年有46.9%的就业者在农业、22.5%在工业、30.6%在服务业。

因此，从社会人口在三大产业间的分布来看，今天的中国跟19世纪末的美国类似。我们知道，19世纪60年代在美国兴起铁路热潮，同时开启了所谓的第二次工业革命，那个时期建立的铁路网以及后来的电力革命、电话革命、汽车革命大大改变了美国社会结构。不管在哪里出生，人们可以到任何地方去就业，哪里的收入机会更好就搬到哪里，跨地区人口流动加大，城市化速度加快，越来越多的美国人从农村迁居城市。1820年时美国90%以上的人口居住在乡村，到1900年左右降到50%。1865年时美国只有14个人口过10万的城市，1929年则有93个这样的城市。到19世纪末，社会结构的变迁已使许多美国人不再能依靠传统的家庭、家族达到经济互助互保与养老的效果。

虽然至19世纪末美国社会结构已发生巨大变化，但是，其社会保障体系与退休养老基金市场还没有出现，金融市场还主要以银行和保险为主，那时已有一定规模的股票和债券市场，但并没有各种能让人们全面安排好个人未来经济需求的金融产品。换句话说，在家庭的经济交易功能衰落的同时，金融市场上的退休养老品种还没跟上社会结构变化的需要，出现了这类金融产品的缺位，这当然蕴含着某种社会危机。

有意思的是，今天中国的金融行业结构也接近1900年的美国。如果我们按一类金融机构的资产占该国金融业总资产的比例来衡量其在整个金融业的地位，判断该类金融机构的发达程度，那么在1900年时，美国的银行资产占整个金融业资产的81.1%，保险公司资产占13.8%，证券公司占剩下的5.1%，当时还没有基金公司，也没有退休养老基金。相比之下，今天在中国，银行业金融资产约占金融业总资产的78%，保险公司占5%左右，证券业、信托业、基金公司占剩下的17%。虽然今天中国保险业的相对水平低于1900年时的美国保险业，但总体上中国今天的金融业结构与1900年左右的美国很相似。在社会结构上，今天中国正在经历的变化也跟那时期美国社会所经历的变化非常类似。

真正让美国认识到其金融行业结构跟新的社会结构不配套的事件是1929年的大股灾，那次股灾引发了美国有史以来最大的经济危机，众多公司相继破产，失业率最高达到25%，每四人中有一人失业。那次危机让人们发现，传统家庭、家族所提供的互助网络已基本不可靠，而此前金融市场又不提供失业保险、养老基金和各类风险特征的开放式基金，金融市场所能提供的保障有限。再者，那时的美国政府也没有任何社保基金、失业救济金等，个人经济保障在美国历来是公民自己的事，不是政府的事。也就是说，那次经济危机让人们看到在大的系统性风险事件

发生时，三道防线都不到位。

1935年美国通过《社会安全法》，由联邦政府建立社会保障体系，为民众提供最后一道经济保障线，以适应社会结构发生了大的变化后的新现实。

但更重要的变化是金融业本身。首先，传统金融产业的相对重要性逐渐下降。以保险业为例，到1955年时，保险公司金融资产占整个金融业资产的份额达到21.4%，但此后持续下降，到1975年时为11.8%，到2005年为6.9%。银行业金融资产占整个金融业资产的份额到1955年时为57.8%，1975年为56.4%，2005年时降到24.8%。虽然银行与保险业的相对份额在逐年下降，它们的绝对规模却在不断翻倍，银行业的资产在1900年为129亿美元，1955年为2599亿美元，2005年升到11.7万亿美元；保险业的资产在1900年是23亿美元，1955年为962亿美元，2005年则是3240亿美元。

相比之下，退休基金从无到有，其金融资产在1955年时为517亿美元，1975年为4599亿美元，到2005年为89955亿美元。开放式基金业是另一个后起之秀，1955年时所管理的资产才113亿美元，到2005年时升到83228亿美元。图19-1给出历年美国银行、保险公司、退休基金、开放式基金的资产分别占当年GDP的百分比，以此反映各业在1900年后的发展进程。1900年时银行和保险业资产分别占GDP的70%与12%，跟中国银行业与保险业分别为GDP的80%和7%差不多。从1900到2005年，美国的这两个行业都有发展，但是它们无法跟退休基金和开放式基金业的发展速度相提并论，这是否也是中国退休基金、基金管理行业的发展走向？

美国的个人理财品种到今天已五花八门，且功能细化，让个人能安排好多数可以想象的未来需要或偶发事件，不用为未来的经济需求或危机担忧。这就显示出金融发展的效果不仅让人能更好地安排未来，而且让人生活得更自由，不需要指望子女或任何人。对整个经济来说，这意味着极大的经济增长动力，金融服务以及相关行业占美国GDP的比重在1977年达到26%，到2000年为35%，比整个中国服务业占GDP的比重还要高。原因之一，是美国的金融市场已基本取代了传统家庭、家族的经济交易功能，让经济交易退出家庭。

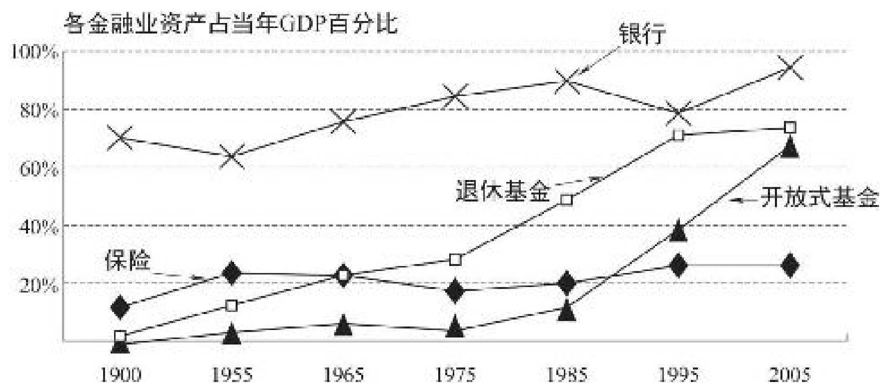


图19-1 美国金融行业结构在1900年后的变迁

19世纪后半叶到20世纪初，美国社会结构发生大转型，家庭内的经济互助交易功能退化，金融市场取代家庭为个人提供各类规避未来生活风险与养老需要的金融产品，结果美国金融业特别是养老基金、开放式基金等快速发展
资料来源：Raymond Goldsmith, Financial Structure and Development，Yale University Press，1969. 1955年后的数据来自美国联邦储备银行Flow of Funds年度报告

美国用相当长时间走出的这条路，或可为中国金融发展提供思路。

所以要维持“家”的利益交易和保险互助功能，这种社会可能必须要有“刚性”的家庭结构，要牺牲个性，否则“家”之内的经济交易就很难有确定性，这就是传统农业文化的共性。在近代西方社会的生产力上升之后，“家”的经济功能逐渐由金融保险市场取代，这时的“家”文化没必要那么“刚性”，也不必约束个人的自由，在基于个人权利、基于个人自由选择的“家”里，父母、兄弟姐妹之间的感情交流会更加自愿真诚，而不是出于“义务”责任感而为。

一旦金融市场将经济交易功能从家庭剥离出来，一旦不以利益交换定义“家”，中国的“家”文化必须要改变，应该被重新定义在精神互助和感情交融这些功能上，以爱和感情定义“家”。如果是这样，中国“家”的凝聚力会重新上升，但会是基于家庭成员个人自愿选择、以感情交融为主题的凝聚力，而不是靠名分、靠外部强制维系的凝聚力。这意味着父母、兄弟姐妹、亲戚间会尽量多花时间和耐心强化彼此的了解，会尽量寻找共同话题增加沟通，会更加彼此平等，而不是动不动就以“三纲五常”压人。这也意味着没有感情的夫妻会选择离婚，没有感情交流的家庭、家族会没有凝聚力，也没必要在择偶时要求门当户对。

随着人们对自由的认同程度的上升，随着金融市场的进一步发展、

人口流动的加快，传统家庭结构会加快转型。一种基于金融市场与法治体系的家庭和社会体系将形成。

---

[1] 原文刊于《新财富》，2006年第12期。在本课题的研究与写作过程中，作者多次与许多学者和朋友谈论、交流，受益匪浅，特别感谢袁为鹏、曹辉宁、茅于轼、袁伟时、李利明、韦森、文贯中、龙登高、周年洋、黄少安、岑科、周克成、杜俊林等提供的建议。

第20章

中国金融发展为何滞后[1]

2007年2月27日是个不一般的日子，上海证交所综合指数下跌8.8%，当夜带动全球股市震荡，从西欧到北美、南美、非洲、亚洲，普遍下跌3%以上。客观地讲，中国股票下跌并非美国、西欧等股市下跌的真正原因，因为中国股市历来我行我素，跟全球股市相关性较弱。

虽然客观上如此，但其意外效果是，这件事被看成是中国经济在全球地位的一次证明，另一方面也凸显了股市在中国经济和社会中的地位。本来一直是中国经济场外游戏的证券市场，现在看来不只对中国，而且对世界经济也有影响。在这种时候，我们自然会问，自19世纪60年代跟工业科技一起进入中国的西方证券技术，到今天是否已真的扎根？股票、债券、基金、金融权证等现代金融技术在中国是否还水土不服？如果还水土不服，到底缺少哪些土壤或土质？

有一点是肯定的，到今天为止，中国股市仍然不如赌场，对多数股民而言，股票充其量是一些单纯用来交易，但是跟背后上市公司脱节的符号，不是什么投资品种。也就是说，股票及其交易场所是一个世界，上市公司和它们的经营又是一个世界，这两个世界间的距离在中国还十分遥远。

正如《纽约时报》报道的，在2006年4月天津环球磁卡股份公司不能如期公布季报后，股市不仅没惩罚该公司股票，反而很快让其股价翻倍；2007年初，证监会通报17家上市公司，谴责其大股东挪用、掏空上市公司资产，等于说这些大股东从上市公司偷钱。消息一出，这17家公司的股票不仅没跌，反而都连续几天涨停。另据《第一财经日报》报道，2007年初，安徽省科苑（集团）股份有限公司公告称，宿州市政府对它财政补贴5500万元，用于弥补2006年该公司的亏损，这一弥补即让科苑股份从亏损变成盈利了，从而化解了退市风险。

政府财政弥补亏损居然也能算公司盈利，在大股东从上市公司偷钱后股价还能涨停，这些当然是天下少有的奇闻。如果连这样的股市也能长期顺利发展，那真的是没有发展不起来的市场了，也没必要区分“良性”和“恶性”市场，或“良币驱逐劣币”和“劣币驱逐良币”的市场了。

在股市非理性繁荣的时候，我们应该反思，中国资本市场的发展为什么会这样？如果把现代银行以及其他金融证券业都加进来，特别是看到银行业、保险业、证券业的巨额呆坏账之后，我们会发现，金融洋务运动虽然开始于19世纪60年代，但到今天仍然问题重重。为什么中国的金融发展步伐这么艰难？在本文中，我们试图从文化和历史机遇的角度来理解为什么证券类金融能够在西方发展，而在洋务运动之前却没有在中国出现。我们会看到，儒家思想对家庭家族的经济交易和感情交流功能的过度强调，把人际交易过度限制在血缘关系的范围内，以致血缘关系之外的经济交易（特别是涉及信用的金融交易）基本没有发生、发展的机会，这不仅抑制了一般市场的发展，而且抑制了血缘关系之外金融交易所需要的制度架构的发展。结果，到19世纪中叶西方证券金融技术进入中国时，中国根本不具备这些金融技术所要求的制度支持架构，逼着国人去寻找捷径。中国人甚至到现在还没意识到，证券金融技术和西方制度文化是套餐，要么就不要，要么就全要，而不能像超市购物那样只挑自己喜欢的。

金融交易的本质

当然，金融对中国并不陌生，早在商周时期就有贝币等等，宋代还发明了纸币，当马可·波罗在13世纪来到中国时，他对中国人认纸为钱十分惊叹。但是，在中国，金融的概念也差不多到此为止，金融就等于货币和简单借贷。这种片面的理解或者说局限之所以会存在，主要是在历史上中国除了货币类金融以及简单借贷之外，其他基本为空白。

通常意义上的货币当然也是一种金融证券，其特殊性在于货币既是用于交换的通货，又是跨空间、跨时间的价值储备或说价值载体，它帮助实现异地间的价值交换，也让人们能够把今天的价值储存起来，等未来再换回。简单讲，货币是实现时空间价值交换的金融契约，是特殊的金融票据。它的发明和发展，特别是现在的电子货币，对市场化以及专业分工的深化，都起到了至关重要的催化作用。同时，货币能够大大提高政府征税的效率，便于集权政治统治，这也许可以解释货币类金融创新为何在中国历来发达。

但是，金融的内容不止货币，一般而言，任何涉及不同时间、不同事件、不同空间之间的价值交换都是金融契约交易。市场上的一般性交换以现货为主体，一手交钱、一手交货之后，不存在未来谁要付给谁钱

的问题。相比之下，一旦交易的内容是今天一方付钱，另一方在未来某个时间（或发生某种事件时）才给以回报性支付，或者交易双方都是在未来但是在不同时间给另一方支付价值，那就是金融交易。跟一般现货交易的差别在于，金融交易以金融合同的形式实现，是契约交易，涉及未来支付兑现的问题。

比如，张三今天借钱给李四，李四保证一年后还，他们之间的借条就是一种金融契约，这是金融交易。王五去保险公司买财产险或汽车险，今天付了钱，未来是否有回报补偿，还取决于财产是否遭遇天灾人祸、汽车是否出事，他今天买到的也是一种合同。从银行借的住房按揭贷款、存放在银行的储蓄账户、养老基金等等，这些都是金融合同交易。

正因为金融交易涉及未来支付，金融合同是否能执行、合同保证的支付是否能兑现、交易双方是否能彼此信任、所提供的信息是否真实，这些对金融交易的发生和发展十分关键。因此金融交易的欺诈空间要比实物交易的欺诈空间大得多。金融交易是纯粹的信用交易，如果没有可靠的文化与强制性契约执行制度的支撑，这种交易就难以发展。

进一步讲，像股票、债券、基金、期货等大众“证券”也是金融合同，涉及不同时间之间的价值置换，但跟一般金融合同相比，其差别如下：第一，这些金融合同可以在任何人之间流通，具有普遍的交换价值，其流通性几乎如同官方货币；第二，交易的双方可能是完全的陌生人，以前不相识，将来也不会相识。正因为这两种特征，“证券”交易可能带来的欺诈空间上升到全新的高度，不仅更容易让一方被骗，而且可以让成千上万的大众受骗。比如，深圳发展银行的股东上百万个，他们把自己的钱委托给自己从不相识的深发展管理层，如果后者行骗欺诈，受害面就不是几个人了。所以，证券对契约执行和权益保护机制的要求远比一般金融交易要高，这就是为什么股市、债市、期货比银行业和保险业更需要可靠的法治架构，更需要宪政保护；这也是世界上没有几个国家能真正发展好证券市场的原因。

为什么中国历史上没有发展出证券金融

不管从历史还是从当今现实的角度看，我们自然要问，为什么证券类金融自700多年前发端于西方，而没有出现在中国、印度这样的传统社会？换句话说，无论是东方人还是西方人，人类自古以来就有金融交

易的需要，特别是在远古时期，由于生产能力低下，一个人过了今天难以保证明天还能否吃饱穿暖，所以，是人就有跟别人进行金融交易的需要，今天我收入多会给你一些，但今后你收入多、我收入少时，你要给我以回报。这种金融交易可以通过非正式契约实现，也可通过正式金融合同、证券来实现。既然人类自古就有这种生存需要，那为什么西方发展出了正式、外部化的金融证券市场，而中国却没有呢？

我们可以从交易安全、保证金融交易信用的制度架构角度来理解。虽然有人际金融交易的需要，但是如果没有一种保证契约能执行的基础安排，人们会因为担心对方未来失信、违约而选择不参加交易。当然，今天我们熟悉现代法治和宪政，知道这些是保证契约权益的制度架构，但是，这些都是近现代才发展起来的东西，在远古没有。在两三千年前，不同社会找到了不同的强化交易信用的解决方案，这些不同的解决方案也给后来的金融发展带来了不同的后果。

在中国，以“三纲五常”为基础的名分等级秩序以及相配套的文化价值体系，其基础社会单位是基于血缘关系的家庭、家族。也就是说，其“硬性”基础是自然血缘关系和家庭，“软性”基础是“三纲五常”价值体系。通过把两者结合在一起，家庭和家族成员间的金融交易或说经济互助能够有坚实的信用基础，将任何成员的违约风险降到最低。通过强化文化教育，使家庭和家族成为大家都能信得过的金融、物质与情感交易中心。从金融的角度讲儒家文化增加了家庭成员间的经济交易与感情交易安全，提升一代接一代的生存概率，增加成员的归属感等精神价值。

用科斯的交易成本理论来说，在外部市场还不存在或不发达的境况下，跟陌生人或没有血缘关系的人做交易，交易成本会太高，“失信”会太频繁。而如果在家族成员间做交易，违约风险小，交易成本自然低。实际上，在外部交易环境不发达、外部交易成本太高的传统社会里，家庭子女越多、家族成员越众，家族内部交易所能达到的资源共享和风险分摊效果就会越好，该族壮大下去的概率会越高。这就是为什么在传统中国家家都喜欢多生子，都喜欢人丁兴旺，而且最好是四世同堂、五世同堂。

在农业社会生产能力的局限下，人们的确能在经济交易和感情交流方面依赖家庭、家族，而且只能靠家庭。在那种境况下，以名分定义的等级制度虽然压制了人的个性自由和个人权利，但的确能简化交易结构，降低交易成本。以儒家为核心的传统文化体系让以农业为主的中国社会存在了2000多年，它最适合农业社会。

但问题也出在这一点上，因为当家庭、家族几乎是每个人唯一能依赖的经济互助、感情交易场所的时候，会让人们相信只有亲情、血缘关系才可靠，只跟有血缘关系的人做金融交易、感情互助，即使创办企业也只在家族内集资。我们说儒家文化抑商，其实这是儒家只认血缘亲情、排斥“家”之外经济交易的社会哲学的一种表现：一般的“商人”跟自己不会有血缘关系，怎么可以相信他？他想跟我做交易，说明他别有用心！——既然对没有血缘关系的商人都不信任，不能跟他们做交换，这本身又逼着人们更加只能靠“家”了，抑商反过来又强化了个人对“家”的依赖，没有别的路可走。

这就必然会产生两种后果：第一，相对于家族而言的外部市场难以有发展的机会。市场的特点之一是交易的非人格化，是跟陌生人的交易，是只讲价格、质量的好坏，而不必讲亲情。因此，“家”之内的经济交易功能太强，外部市场就会失去发展的机会，此消彼长。第二，由于陌生人之间的市场交易、利益交易机会有限，在这样的社会，就没机会摸索发展出一套解决商业纠纷、执行并保护契约权益的外部制度架构，合同法、商法以及相关司法架构就没有生长的土壤，血缘关系之外做交易的交易成本就无法降低。这也说明为什么中国历代国家法典侧重刑法和行政，轻商法和民法，把商事、民事留给民间特别是家族、宗族自己去处理。当利益交易和民事范围主要以家族、宗族为界线时，生计与其他民事与其说是社会问题，还不如说是家庭、家族内的问题，所以中国历来有详细的家法宗法，而缺少国家层面的民法内容。

宋朝时期市场快速发展，部分经济交易功能逐步从家庭剥离出来，由市场取而代之，这本来可以帮助削弱中国人非血缘不信的传统，让人们认识到通过适当的契约机制，即使与陌生人做交易，也可以达到足够的交易安全。实际上，如果能走出血缘家族、与更广泛的市场参与者做物质和金融交易，每个人的福利都会更高，因为再大的家族，即使总有四世、五世或更多代人同堂，通过族内隐性金融交易和经济互助所能实现的资源共享与风险分摊效果总归有限，无法跟全社会范围内的市场交易所能达到的福利水平相比，这些年金融全球化给世界带来的好处就证实了这点。

但一方面由于那时期的市场发展的确触动了家文化下家的功能和结构，导致一场文化讨论；另一方面，蒙古人入主中原也中断了中国市场化的进程。明朝初期继续了宋时期的海外贸易，发展国内外市场，给中国人又一次推动陌生人之间交易的机会，当然也能同时促进有关制度架

构的发展，但随着永乐之后的海禁，中国再次失去现代金融所需要的法治架构的发展机会，中国人再次回到“家”的怀抱，靠家庭家族而不是靠市场交易实现经济安全、利益交换和精神安全。血缘、人情重新胜利。

西方金融的兴起

以血缘关系和亲情为经济交易的基础能降低违约风险和交易成本，这是人类社会的共性，在西方社会也如此。只不过，这样做过多地把家庭关系跟利益联系在一起，弱化了“家”的感情内涵。而反对言利的做法，也在抑制商业，压制外部市场化发展，但这样做的后果是强化了“家”的经济交易功能，加重了家庭关系中的利益交换功能。跟中国不同的是，西欧较早地把经济功能从家族内剥离出来，这间接为发展证券金融所需要的契约制度架构提供了机会。

早在2500年前的古希腊，海洋贸易和城市化迫使人们走出“家”，淡化“非血缘不可”的传统观念。由于海洋贸易需要的资金多，风险又大，雅典商人被迫在家族之外寻找合作投资者，以分摊风险。这种商业组织的基础是契约，通过正式契约保证各方合伙人的利益和责任。为保证其运作，就需要专门从事解决合约纠纷、财产纠纷的机制，这就产生了对法治的需求。在雅典，手工业生产规模也在逐步增长，与族外人创办合伙制企业开始盛行。[2]在公元前200年左右的古罗马，海上贸易也促进了跨家族商业组织的发展。此外，由于罗马帝国的财政税收越来越多，收税工作本身变得越来越繁重。结果，帝王干脆把收税工作外包给民间贵族，由这些贵族参股组建公司，股东既有参与公司运营管理的，也有只做股东但不参加经营的，这些局外股东享受一定的有限责任，这即是现代公司制度的起源。

“公司”这种以契约建立的商业组织的意义表现在两个方面。第一，不仅股东间往往没有血缘关系，而且多数股东只是被动的投资者，不参与日常经营，日常事务委托给其中一位或几位股东（或非股东）管理，这就带出今天我们熟悉的“委托代理”关系问题，引申出权利、责任以及其他契约关系问题。罗马法以及相配套的司法制度就是在这样一种背景下发展的。罗马法跟中国传统法律的差别在于，前者是为解决商事、公司、契约、财产等民事问题而发展的，它的前提是承认交易双方享有同等的权利，法律和司法者是没有直接利益的独立第三方，罗马法是所有西方法律的基础，是自下而上发源于民事的法律。[3]相比之下，中国以

往的法律是手持强权的皇帝自上而下颁布、为其统治服务的工具，对民事涉及很少，更没有当事人权利的学说，这种传统和历史使后来中国的金融洋务运动变得异常艰难。

公司制度的第二个意义同样重大，公司是由不一定有血缘关系的股东组成，而这种通过契约形成的利益联盟具有跟家庭和个人同等的法律身份，也就是现在所讲的“法人”，可以像自然人那样独立签约，享有各种民事权利和独立的法律人格。更重要的是，公司跟家庭一样，都是一种成员间的结盟，只不过，前者是以契约为基础的结盟，后者以婚约和血缘为基础，两者都能运作正常。这一事实间接地开始削弱罗马人对血缘和家庭的神秘感，不用再认为经济交易、金融交易“非血缘关系不可”，经济交易的范围可以走出家庭、家族。这样一来，市场的范围得以拓宽、加深，对支持市场交易特别是信用交易的制度的需求也跟着上升。说到底，公司就是一系列契约集合而成的法律实体，股东愿意出资买股份本身就必须有极强的信用作为前提，公司的成立与存在就是一种高级信用交易的体现。

保险市场、借贷市场在古罗马也有发展，公元150年左右的《罗马法典》中就有针对保险交易、借贷交易的条款，[4]金融交易逐渐由市场代替“家”来实现。

不过，在公元5世纪，西罗马帝国灭亡，罗马法律体系与金融市场、商业机制一起走进历史。欧洲进入中世纪后，市场开始退缩，“家”的经济交易作用重新加强，西方人回归家族。但是，跟宋朝之后的中国不同，中世纪的西方人并没有完全回到“非血缘不可”、只认亲情的古老传统，而是由基督教会、各类行会与合会取代了之前市场和家庭的部分功能，在市场和“家”之外提供经济交易和友情交流。特别是教会，从中世纪初开始，基督教通过“教父”“洗礼”等安排，让每个小孩除了血缘父母之外还有“教父母”。“洗礼”即是一个人在宗教意义上的再生，标志着他正式进入上帝的世界，他的“教父母”便是他进入上帝世界的生父母。基督教历来规定“教父母”跟“血缘父母”不能是同一个人。这样，个人除了血缘父母的“家”以外，还有“宗教家”。一个是围绕血缘建立的“家”，一个是围绕信仰建立的“家”，这当然扩大了个人的经济互助空间和精神互助空间，同时也淡化了“非血缘不可”的传统价值。

换言之，即使在中世纪欧洲，西方人的经济交易和感情交流也并不局限在血缘关系内，教会和其他社会组织提供了更广范围的金融互助、资源共享、精神支持的功能。按照韦伯的说法，[5]在中世纪的西欧，教

会、借贷互助会、丧事互助会（burial society）等互助性社会组织具有独立“法人”的身份和权利，保留了古罗马“公司”的契约性联盟性质（隐性或显性契约），在许多方面跟“家”的法律权利雷同。比如，教会和互助会可以拥有、买卖财产，有自己的财务账簿，可以负债，可以起诉别人，也可能被诉，会员身份可以遗传，甚至可以买卖、转让，等等。

如果中国和西方在传统上有差别，最大的差别可能就在这里：传统社会里中国人本能相信血缘关系，而西方人从2000多年前就认识到，做信用交易的双方并非唯血缘关系不可。中国历来缺乏家族之外社会组织的发展，黑帮、土匪以喝“鸡血酒”相约结盟，但这些从来都是非法的。在明朝，许多地方修建祠堂、族庙，族产也很普遍，民间社会组织开始显性化，但这些仍然以家族为主。只是到近代，特别是鸦片战争之后，随着跨地区贸易的进一步兴起和城市化的加快，行会、同乡会才发展较快。

正由于教会、各类互助会是基于信仰或其他需要的联盟，所以，即使在中世纪，西方社会还是保留了超越血缘的法治制度与文化的演变空间。有了这种制度文化的发展，西方人在“家”之外做交易的成本就被慢慢降低，超越血缘的利益交换、信用交易和精神互助就有进一步发展的可能。

到12世纪末，宋朝的经济比西方发达，而在超越血缘关系的社会组织、契约法律与相关制度文化的发展方面，西方已走在前面。本来，如果中国那时继续市场化发展，继续城市化，继续海洋贸易，那么，中国或许有机会发展出超越血缘的法律制度与文化，建立起后来的证券金融所需要的制度架构。

但西方走的是另一条路。到12世纪，西欧已有一千多年发展超越血缘关系的社会组织、契约与相关制度文化的历史，虽然欧洲仍然处在中世纪宗教的压制下，但这些制度储备给了它们深化市场发展的无形资本。威尼斯、罗马、佛罗伦萨等意大利海岸城邦，由于水运的地理优势，在12世纪、13世纪率先在欧洲重新发展商业，启动文艺复兴，带领欧洲走出中世纪。

那么，那些契约与相关制度储备对西欧有什么帮助呢？第一，跨区域贸易的发展必然引出异地支付的问题，否则在一方坚持“必须先交货，否则不交钱”而另一方坚持“必须先交钱，否则不交货”的时候，交易经常会无法进行。有了契约保证机制以及超越血缘的文化基础，商业银行信用票据就是在那时问世的，[6]现代银行也起源于那个时期，这些金融技

术归功于佛罗伦萨的银行家。他们的商业汇票跟19世纪初中国山西票号的作用是一样的，只不过在时间上早了700年。

第二，商品贸易发展促进西欧城市化，使更多人离开自己家族所在地进入城市，远离血缘关系，这自然增加了对市场提供的保险、借贷等金融需求。到13世纪后期，人寿年金、人寿保险、嫁妆基金等金融产品再次出现在威尼斯和其他意大利城邦，被中断了近千年的金融产品再次出现。

第三，由于西欧城邦的战争开支不断上升，对长期债券融资的需求大大上升，这时，它们已经建立的契约制度机制与信用体系就能发挥用场了。比如，到13世纪中期，威尼斯、佛罗伦萨和热那亚这三个城邦已发行了太多的短期政府债，靠简单的到期再借、一次接一次地把短期债务续接下去的做法已经难以奏效，它们必须推出长期债，把利息和本金的支付压力平摊到未来许多年，逐年支付。

威尼斯和佛罗伦萨的这些债券基金股份以及人寿年金产品，很快成为西欧人欢迎的投资品种。这些证券化的财富载体逐渐改变西欧人的理财投资结构。到1427年，佛罗伦萨的家庭财富投资结构已发生了根本性变化，就在世界其他地方的财富载体基本还是土地、企业产权和少量金银钱币的时候，佛罗伦萨富有家庭的财富已有1/3以政府债券形式存在，剩下的财富一半投资于土地、一半投入实业企业。[7]财富载体的证券金融化程度在人类历史上从没有这么高过，对个人、家庭理财而言，这是一种革命性变化，这本身也折射出当时西欧社会的契约制度支持必须相当可靠，信用交易必须足够可信，否则没有人愿意将这么多财富投入没有血缘基础的证券票据。到16世纪中叶，意大利、法国、荷兰、德国已发展出有相当规模的中央政府和地方政府公债市场。

到16世纪中叶，西欧已经有近三个世纪发展证券金融、银行金融、保险金融的经验，超越血缘的信用交易已不是新鲜事，金融市场逐步代替“家”为个人提供经济安全、保险、融资以及养老安排，制度支持架构也有了进一步发展。距离哥伦布发现美洲大陆半个世纪之后，英国人看到葡萄牙与西班牙海洋贸易的成功，也开始蠢蠢欲动。为了解决海洋贸易需要的资本大、风险高的问题，英国商人在古罗马人以及威尼斯商人的基础上，推出更完善的“股份有限责任公司”企业制度，通过向众多投资者发行股份，不仅帮助探险创业者融到大量资本，而且以一种高效率的方式把海洋贸易风险分摊到众多投资者身上。英国的股票交易从此开始，并由此演变出今天我们熟悉的伦敦、纽约等世界资本市场中心。

中国的“证券洋务运动”

到鸦片战争时期，中国的金融业有些发展，像山西票号、江南各地钱庄与合会等金融业务，都因康熙、乾隆时期逐渐起步的内外贸易而得到推动，但其规模还无法跟同时期的西方相比。更重要的是，正如前面讲到的，以“家”作为近乎排他性的人际经济交易的范围，使中国社会失去了发展超越血缘的契约制度架构以及相配套政治制度的机会。所以，虽然康乾时期市场制度有了进展，但跟已经发展“家”之外社会制度长达两千多年的西方无法相比。

但是，鸦片战争的失败让中国人看到跟世界的差距，逼着中国走“富国强兵”之路。在洋务运动中，新式银行、保险、证券等现代金融技术都被引入中国。以证券为例，薛福成、盛宣怀、张之洞、李鸿章等都意识到要做洋务就必须广泛融资，要广泛融资就必须采用西方的股份有限公司制度，发行股票。薛福成在《论公司不举之病》中谈道：“公司不举……则中国终不可以富，不可以强。”

“证券”这个词在19世纪60年代首次出现在中文里。最初，在上海租界，外国注册的洋行向当地居民以及外国商人发行股票，例如，旗昌轮船公司（1862）、汇丰银行（1865）。这些公司在租界或境外设立，受外国法律和法院机构的管辖，所以这些证券发行和交易基本不受中国本土制度架构的局限。

李鸿章等人主张推动受中国法律管辖的本土华人公司的发展。但这些外来的“公司”“股票”，靠什么“水土”或制度来支持呢？中国人历来在血缘关系之外不相信任何人，要他们把自己辛苦赚到手的钱财投资给别人办洋务企业，这当然是一个陌生的概念，更不用说去做了。怎么办呢？

我们首先要认识到，现代“股份有限公司”有三个显著特征。第一，它是一个“法人”，是一个由一堆契约构建的法律体。前面讲过，没有契约执行和权益保障制度，这种法律体就没有意义。由于股票的发行和交易范围不限于亲戚、熟人，而是全社会，所以行政、立法与司法必须相互独立并互相制约，否则，相关法律和司法难以在涉及公司、证券权益纠纷中保持中立；契约权益的执行和保障机构必须中立、独立，否则社会对契约、证券中规定的权益和权利就没有信心，就不会信任，信用交易就难以发展。所以，证券权益、契约权益的保障问题实际上也是一个政治制度问题。

第二，投资者的责任有限，即他们的损失最多不超过最初的投资。这又跟中国的传统相冲突，因为中国只熟悉无限责任。过去的古典书籍中充斥着“父债子还”的故事，子女要偿还父母甚至祖父母的债，债务一代代地相传。有限责任不仅跟中国的文化冲突，而且要达到这一点，社会的法治程度必须足够高。有限责任是现代公司的基本特征，如果没有它，处于被动地位的外部投资者不会愿意投钱。

第三，现代公司的核心就是所有权和控制权的分离，也就是说，众多的外部投资者将资金托付给公司管理层，后者对公司资产有实际的支配权。对于只相信血缘亲戚的中国人来说，这当然又是一个陌生的事物，他们怎么会相信这些陌生人，由这些陌生人去管理自己的资产？

当然，发展支持证券交易的制度体系不仅涉及政治改革、制度变革，而且不是一两天能完成的事情。在“富国强兵”的压力下，晚清改革者必须找到某种解决近渴的信用增强机制，以弥补契约制度的缺失，让老百姓多少愿意出资买陌生人公司的股票。这就是“官商合办”“官督商办”洋务公司模式的背景，由政府参股，并由政府和官员做直接或间接的信用保障，当然，出了事，政府必须得负最后责任。只有这样，外部持股人才能享受有限责任，他们才有信心投资。

例如轮船招商局是中国第一个现代公司，于1872年由李鸿章创立。当时他从直隶军费中拨款13.5万两白银作为政府的投资。个体商人答应出资10万两，但实际到位的只有1万两。1873—1883年，政府提供给轮船招商局的年贷款在8万到100万两之间。[8]

轮船招商局成立后的10年里，又有15家公司上市，主要来自矿业、制造业和交通业。它们的股票在上海的街头和茶馆里交易。由于公司信息缺乏，股票本身又是一种新东西，投资者就无从区分公司好坏。这样，股票就自然为投机提供了环境，股票只是符号而已，投资者是股就买。炒股狂热导致了1882年中国的第一次股市泡沫。那一年，很多股票的股价上涨超过100%。不过，紧随1882年股市繁荣的，是1883年的股灾。1883—1884年，股价平均下跌超过70%。这次股灾如此严重，以至本地为股票投机者提供资金的许多钱庄破产，引发了上海和其他城市的一场严重的金融危机。

早期的“官商合办”“官督商办”确实给洋务企业提供了部分信用支持，但代价很大，这些公司与其说是商业企业，还不如说是政府官员的“自留地”。在公司亏损时，这些官员会通过政府帮忙；公司盈利时，政府和官员个人又会以不同名目转走利润。官府的介入使公司成为腐败

的工具。由于当时也没有成熟的会计制度，更没有公司法或证券法，信息披露几乎不存在。所以，自1872年后的几十年，中国股市不如赌场就不奇怪了。由于制度欠缺，外部股东与内部管理层间的委托代理关系、股东与官府之间的利益冲突解决都缺乏独立第三方的保障。

1904年，清廷推出《公司律》，这也是中国第一部专门的商事法律。到民国时期，国家立法、司法和行政相互制衡的权力架构开始出现，从制度设计上，法院至少能阻止行政权力对公司、对外部股东权益的干预。1929年，国民政府修订了公司法并推出证券交易法，为股份有限公司以及证券发展进一步铺路。法治运作经验长进也较多，特别是在上海，商事契约以及权益纠纷的当事人可以选择在国民法院，也可选租界法院作为仲裁方，这间接迫使国民法院面对竞争，竞争加快了那一时期中国律师、司法的成熟。到20世纪30年代，上海拥有相当熟练的律师群体。另一方面，从晚清开始，上海钱业、银行业、证券业等行业自律公会也发展很快，通过行规以及准入与处罚机制规范会员行为，增强了各金融业的信誉。

1912—1930年是近代中国证券业与其他金融业发展的黄金时期：超过1984家现代工业和矿业公司建立，每家都有超过万元的股本资金，总共有4589万元投资；311家现代股份银行建立；除上海的证券交易场所之外，20世纪30年代，还有天津股票交易所、北平股票交易所、宁波股票交易所、汉口股票交易所、重庆股票交易所和青岛股票交易所，一个有规模的跨地区金融中介网络在中国出现。不论是在规模上还是在范围上，这些发展将中国的工业结构提升到了一个新的水平。后因南京政府大举介入金融业以及抗日战争，那次黄金时期被中断了。

1949年后的证券发展

1949年中华人民共和国成立之后，虽然在头两年试验过约10只股票的发行交易，但在1952年，股票交易被关闭，从此放弃已发展了70余年的契约执行与保障机制，抛弃了从19世纪60年代到1949年所积累的证券金融经验、制度实践和法律进步。1978年中国开始改革开放。在20世纪80年代，在公有制的前提下，尝试过包括生产责任制、奖金制在内的各种营救国有企业的办法；到80年代末，重新推出股份有限公司制度，再次捡起现代公司制度和股票市场。但其进程也存在诸多问题。

第一，在晚清改革者引进西方金融技术、开始试验股份制公司和股

票市场的时候，晚清经济基本是私有制经济，国有企业很少。他们的目的是推动新工业，振兴中华。相比之下，1990年重新推出股份制公司和股票市场时，已经建立了公有制制度，同时力量强大。不过，国家有太多的利益在其中，有可能会影响国家的立法、司法和行政立场，使国家不能以独立的规则制定者和执行者出现在证券市场上。

第二，在1872年，中国没有司法独立、市场监管独立的制度框架。那时洋务运动才刚刚起步，也没有多少现代制度学说的知识和理解。在那种背景下，清政府不得不直接出面为股份有限公司提供信用保障。与此相比，到20世纪80年代末，中国已接触西方一个多世纪，现代社会科学、法律、历史知识也传播了一个多世纪，现代政治制度架构也存在，包括立法（全国人大）、行政（国务院）、司法（法院系统）。只是，现代政治制度落实完善，本身就需要一个过程，在此之前，这些制度架构难以发挥真正作用，所以人们还是拿政府作为证券的最终信用担保人，出现亏损时，必然要找政府。

第三，以劳动价值论为基础的架构下，保护外部股东权益、解决委托代理关系的决心会受到干扰，进而导致立法、执法、监管无力或进展缓慢。

对此，未来还是要坚持政治体制改革，完善相关法律制度，才能真正减少这些问题的发生。

---

[1] 原文刊于《二十一世纪》，2007年第4期。特别感谢袁为鹏给本文提出的宝贵意见。

[2] 参见John Micklethwait and Adrian Wooldridge, *The Company*: *A Short History of a Revolutionary Idea*, The Modern Library，2003。

[3] 关于公司制度在古罗马的发展，参见John Micklethwait and Adrian Wooldridge, *The Company,A Short History of a Revolutionary Idea*, The Modern Library，2003。有关市场发展对西方家庭的影响，韦伯的论述较多，参见Max Weber, *Economy and Society*, University of California Press，1978；以及Katherine Lynch, *Individuals, Families, and Communities in Europe*, 1200-1800,Cambridge University Press，2003。

[4] C. F. Trenerry, *The Origin and Early History of Insurance*, P. S. King & Son, LTD., 1926, p.26

[5] Max Weber, *Economy and Society*, University of California Press, 1978.

[6] 参见Geoffrey Poitras (2000), *The Early History of Financial Economics*：*1478-1776*, 以及Charles Kindleberger(1993), *A Financial History of Western Europe*。换言之，此时的城邦政府必须找到把未来许多年的税收提前变现的办法，必须做长期融资。按照Geoffrey Poitras的介绍，1262年，威尼斯政府第一个把众多短期债合到一起，由一只意大利文称为“Mons”的长期债券基金持有，然后再把该基金的份额按股份证券的形式分售给投资者，这种股份的意大利文名称是“Prestiti”，它可以在公众市场上随便转手交易。这算是现代资产证券化、股票市场、债券

市场及公众基金的前身。

[7] David Herlihy and Christiane Klapisch-Zuber, *Tuscans and Their Familly: A Study of the Florentine Catasto of 1427*, Yale University Press，1985, Chater4, fig.4-2.

[8] 李玉：《晚清公司制度建设研究》，人民出版社，2002年。

第21章

市场经济是个人解放的必由之路[1]

——答《南方周末》记者问

南方周末：市场在如何改变中国？

陈志武：人与人之间的关系、社会结构在改变。传统“家文化”一直强调以血缘关系为基础来实现人际利益交换和互助，“血浓于水”，血缘内交易的违约风险小。像任何传统社会一样，在传统中国社会里，市场不发达，与陌生人交易的违约风险太高，太容易受骗，所以，人与人之间的经济交换、风险分担以及资源共享主要在亲属关系网内进行。传统的“孝道”“三纲五常”以及以名分等级建立的社会秩序，客观上最小化了这些人际交易的违约风险。“孝顺”“还人情”等都是金融交易意义上还债的概念。在过去2500年里，对血缘、家庭的强调，确保了中国人能够在农业生产能力低下的情况下有足够的生存概率，能够一代一代地繁衍下去，家族越大、越旺，族内资源共享、风险互担能力就越强，其繁衍下去的概率自然越高。

但这些年的市场化改革，尤其是市场交易范围的不断扩大，正以前所未有的方式改变中国。跨地区的人口流动，远离出生地到他乡去工作、生活，世世代代是左邻右舍的局面已成为历史，社会结构完全变了。你不能再依赖传统的大家族网络来保证你未来的经济需要，血缘网络离你越来越远，不能再靠它来对冲自然灾难风险或身体健康状况的不确定性。不过，在中国社会结构发生断裂的同时，保险业、养老基金业、投资基金业和银行系统正在快速发展，这些年的金融发展真的很快。非人格化的金融市场正在打破原有文化体系，弱化家的经济功能，为中国人的未来生活、养老、病残等意外事件提供保障工具。我对金融市场发展和全球化带来的这些社会结果非常感兴趣。

南方周末：你认为市场的改变推动了文化价值观的改变，还是文化价值观的改变产生对金融市场的需求，从而推动市场发展？

陈志武：这实际上是一个双向互动、相互推动的过程。中国过去30年经历的情况可能是这样，从20世纪80年代初开始，先是市场化发展，把各地区间的市场整合到一起，包括劳动力市场和商品市场，劳动力开

始跨地区流动，在哪里工作、生活逐步跟你在哪里出生长大没有关系，中国人和中国制造的商品也开始大量出国。当然，收入也在增加，人们的私有财产也在增加。到了20世纪90年代，人们开始接触现代金融产品，先是各类保险品种，然后是养老投资、基金品种、按揭贷款品种。慢慢地人们越来越意识到金融产品的好处，其中最重要的莫过于金融产品让你能把自己未来的各种经济需要、保险和养老安排好，让你在未来不管发生什么事，都不需要靠别人的施舍过日子，保证你总有独立的人格尊严，经济上的自足历来是人格独立的基础，而金融又是保证未来经济自足的工具。

我要说的是，虽然大部分人还没有清楚地意识到，但过去二三十年里，市场发展和金融发展已经在很大程度上改变了中国人的文化价值观。从我们的调查数据看，我认为北京、上海等城市的人对家庭的价值观非常现代，接近美国人的家庭价值观，而很多人还没感觉到这一点。

当你观察上海、北京等大城市里父母亲与他们的孩子交流的方式时，你会发现，父亲通常不会试图在孩子面前摆出一副威严、不可亲近的样子，已经不是一种从上至下的、单向的、命令式的姿态，相反，你会看到，更多的父母以一种非常平等的方式与他们的孩子沟通，试图进行一种心与心的对话。

在我看来，当父母不再把孩子当作他们的养老保障、当作他们的投资载体时，他们没有必要担心“天哪，如果我的孩子现在就不听话，他将来怎么会孝顺？我在他身上的投资怎么会有回报？”，于是，他们也就没必要处处打骂孩子、压制阉割小孩的个性，迫使孩子时时听话。这些父母为自己买好保险品、退休品、养老基金等等，此后，在经济上，他们就没有依靠儿女的必要。这样，跟孩子的关系主要集中在感情交流上，希望跟儿女在情感上靠得很近。如果你希望孩子在情感上和你靠得很近，你就不能逼迫他们“不管有理无理，都得听话”，而是更倾向于平等对话。

有些时候，当我去拜访朋友时，我会有意无意地观察他们是如何处理跟小孩的关系的。越来越多的时候，在城市家庭里，我看到父母们确实在试图与他们的孩子对话，不再是单向地训话。代际的平等对话在“三纲五常”的观念下来看显然有失体统，是违背儒家“名分等级”秩序的，是反儒家传统的。

但在农村可不是这样。比如在我的湖南老家，几乎所有的人仍然从经济预期角度来处理家庭内部关系，生小孩、交朋友仍然以经济目的为

首要考虑，家庭关系缺乏情感上的交流，感情的东西还过于奢侈。

南方周末：你认为保险和投资基金的引入会对人际关系造成这种影响？

陈志武：会的。在这方面，我已经做过许多研究，而且还会继续做。在我看来，家庭或者家族有以下两大主要功能。

一是促进经济交换，特别是金融交换。其作用是利用血缘这种天然的信用基础，促成成员间的资源共享、风险共担，以此增加每个人一辈子的福利。在历史上，在没有契约执行制度之前，人际交易的违约风险、受骗风险历来是最令人头痛的事。而血缘是家庭、家族成员间天然共有的东西，你想推也推不掉，想从里面分离出来也难，它也就提供了一种天然的信任基础。而且，在现代市场制度出现之前，那可能也是最好的一种信用基础。

人际经济交换大致分为两类。第一类是有形商品交易。比如粮食买卖，这种交易是现货交易，一方今天付钱，另一方今天交货，是一次性买卖，对信誉、信任的要求不高。第二类是涉及交易双方在不同时间、不同空间之间的价值交换。比如，我今天借钱让你上学，等你读完书工作后你要还债；或者，今天我遇到意外事件，你帮我，但一个共识是等你碰到困难时，我有责任帮你。当个体间的交换涉及跨越时空的价值支付时，诚信、守约、信任就非常非常关键。这就是为什么家庭、家族永远有促进跨时空金融交换这种非常重要的经济功能，血缘关系、家族体系可以大大降低跨时空价值交换的不确定性，降低违约风险，增加交易安全。

家庭的另一主要功能是情感、非物质利益的交流，而这种非物质交流到目前难以被市场替代。你无法订立情感交流契约，因为感情的东西太主观，难以用客观尺度测量，所以，情感交流还难以市场化。

当金融市场发展了，一个重要的影响就是，金融证券产品能够逐渐取代家庭的经济交易功能，让人们在远远比单个家庭、家族更广泛的范围之内进行资源互补和风险分摊，其风险分摊的效果远远超过在单个家庭、家族之内的效果。一旦市场制度架构足够可靠，由金融市场取代家庭的经济交易功能后，大家的福利都会更高。把家庭重点定义在感情交流上，把经济交换功能从家庭、家族里剥离出来，家庭关系里可以不涉及利益交换。

这种改变在中国正非常迅速地进行。虽然我们看到一些人为了利益

而结婚，这在哪个社会都有，是个人的自由选择，但更多的人正在重新调整家的定位。当然，在美国，这种社会转型发生在19世纪下半叶，到了20世纪上半叶，出现了社会保障基金、投资基金、养老基金，还有已发展多年的保险产业和银行系统，这些促成经济交易从美国家庭里剥离出来。到今天，在美国，当人们考虑借钱、养老、获得保险、规避生活风险时，大多数美国人都不会去找他们的亲戚，而是宁愿与市场发生这些交易关系。

南方周末：由金融市场取代家庭的经济交换功能会更有效吗？

陈志武：当然。一种是大范围的外部化、非人格化了的显性金融契约交易，一种是由家庭实现的人格化了的、小范围的隐性契约交易；前者实现的只是金融交易，没有别的潜在债务，而后者是一辈子也无法了结的交易关系。在中国家庭里，因扯不完也扯不清的“孝道”债、“亲情”债、“人情”债而大打出手的事情太多，总说他给你多了、给我少了，或者是他怎么还不给，等等。

例如，一个孩子要结婚了，父母通常会把所有积蓄送给他，让他办酒宴、买房子。这非常普遍，大城市亦如此。有了父母所有的积蓄，子女得以结婚并买上一套房子。父母会想：“既然我们有积蓄，那为什么还让年轻的孩子承担每月还贷的负担呢？”表面看，这让后辈不用靠按揭贷款购房。但问题是，一旦父母把养老钱今天给了儿子，等到父母老了、自己没有收入的时候，他们靠什么养老呢？我知道，按孝道，儿女要供养，要给父母当初的投资以回报了。但没有合同写明他们的孩子必须回报多少，多少算多，多少算少。

想象一种情景：年老的父母只能被动地等待，等着他们的孩子给钱，以养活自己。即使他们没钱了，如果孩子不给钱，他们可能也不好意思要，因为他们也许会顾及自己的尊严，刚开始，自尊让他们不愿向孩子要钱。想想，这对老年人的消费行为会产生怎样的影响啊！他们就会不敢花钱。即使他们从孩子那里获得一些钱，可能仍然不知道明年孩子会不会忘记给钱。或者，也许到了明年，孩子的收入没有那么高、不够给钱了。因此，在没有自己的钱的情况下，父母怎么也不敢用钱。那是一个非常不幸的境地。当然，实际的情况是，许多父母在没钱时不会管那么多了，管不上尊严了，还是会去要。人过到这种份上就没意义了。

同时，许多中年夫妇，为了给一方父母多少钱而经常吵架，夫妻因此大打出手也是常事。养父母的责任成了夫妻关系的障碍。

我看到过很多这样的情况，也听到过很多故事。在这种局面下，年老的父母可能想：“为什么我还这么健康？我依靠儿女才能继续生存，这有什么意思？”而儿女们可能把年老的父母看成是压在自己肩上的负担。

当人际资源交易、风险交易主要以人格化的形式实现时，许多事情总是含含糊糊的，一辈子也了结不清。比如，2002年，湖北一个小县城有个30岁左右的人，很幸运中了彩票，得了500万元奖金。他和夫人先是非常高兴，但他的叔伯、堂兄弟姐妹、他自己的兄弟和父母，统统要求从这500万中分到一大份，每个人都说：“没有我，你王宏怎么长大？”他分了150万给他的亲戚，作为给亲戚的回报，这已经很多了。但是，他的亲戚认为这150万元远远不够，每个人都说自己应该得到更多。结果，他的兄弟不理他了，他的叔伯也不理他了。过了些日子，他的兄弟和叔伯等人跑到他家大打出手，他和妻子都受了重伤。

当由传统大家族承担经济交易功能时，所有的投资和回报都是默认的、隐性的，不会用白纸黑字写在合同上，正是这种体系导致了上述大打出手的混乱局面。

这就是为什么把经济交易从家庭剥离出来对家庭关系的纯洁非常重要，对其他社会组织亦然。相比之下，如果年轻人自己通过按揭贷款买房结婚，自己以后赚了钱还银行，自己花自己的钱，而父母把积蓄买养老保险、养老基金，等退休后花自己的投资回报钱，那不是让大家都更有自尊、更自由吗？这样，家庭内关系就不以金钱交易为基础，而是侧重感情了。

当经济交易在市场上进行，交易一旦完成，那就真正完成了，它既简单，又不涉及情感；当一种经济交易夹杂着其他因素——友谊、情感和亲戚——那只会污染人类关系的灵魂。从人类的经验看，经济交易留给市场，感情交流留给家庭，这是最好的一种安排，也是市场化分工发展的总趋势。

南方周末：市场可以带来更多的个体自由。

陈志武：从根本上讲，那是我对这项研究感兴趣的深层原因。五四运动启蒙时期，自由、民主和科学等观念和理论引入中国。此后，更多知识分子对传播这些现代理念做出了杰出贡献。

但回过头来看，我认为，那些年代的知识界实际上漏掉了一个关键点，甚至被误导了。他们没有意识到一个外在的发达的金融市场的重要性。金融市场提供的经济保障和跨时空价值配置交易，跟家庭、家族提

供的类似交易功能，两者既有互补的一面，又有互相替代的一面。在没有足够发达的外部金融市场的前提下，如果原有秩序推翻，最后你会发现，你一个人孤零零的，既没有市场给你提供生活保障、帮你规避风险，又没有原有体系给你提供经济安全，最后你还是要回去，你会发现家庭还是你唯一能够依靠的。因此，如果没有高度发达的金融市场，你最后将不得不回到中国人代代依靠的家族支持体系。没有金融市场，中国人就无法从名分等级秩序的枷锁中解放出来，个人无法自由。

不仅在中国是这样，在印度和其他传统社会也是这样。印度的种姓制度也是为了类似的经济交易功能，使农业社会内人际交易成本尽可能小。金融市场的发展所扮演的重要角色是，将个人从对各种权威组织如家庭、教会或政府的依赖中解放出来，不用为了生存而必须从属于这些组织的权力。我认为看到这点是非常重要的。

我不是反对家庭，家庭极其重要。只不过，我认为家庭应该被定义在情感交流上，其功能是给我们提供感情和精神归属上的安全。经济利益安全靠市场，情感安全靠家、靠亲情和友情。我永远不能忘记我湖南家乡的情景。悲哀的是，在我们那个村，由于市场不发达，生产能力不高，直到十几年前，物质生存还是人们第一位的关注点，所以，所有的人际活动都还围绕吃、住、行，情感世界的追求自然过于奢侈。幸亏，工业化和产业技术终于全面进入中国，大大提升包括我老家在内的人们的生产能力和收入水平，到今天，物质生存不再是一种首要挑战，人们终于可以有基础拓展自己的精神世界了。

南方周末：可是，中国不是契约社会，而是人情社会。人们对契约不习惯，也并不十分信任。如果说机构与机构的交易容易对等，可以一定程度上克服非契约化带来的信用风险的话，那么纯粹自然人与机构的交易则是完全不对等的交易，个人弱而机构强，那么非契约化带来的信用风险就会比较高，令人却步。个人通过金融市场来发展自己独立的生存系统，实现个人对于家庭经济关系上的独立，实际上还很有难度。这也是中国金融市场发展的一个文化制约因素。换句话说，社会信用的缺失是市场解放个人的致命障碍。不知陈老师对此以为然否？

陈志武：实际上，任何人际交往和交易都是契约关系，差别在于有的社会更习惯隐性契约，有的习惯显性契约；或者说，有些事情是以显性契约的形式，另一些以隐性契约的形式。而契约的执行基础可以是人格化的人情（亲情、友情、爱情等等）、社会风俗习惯，也可以是非人格化的正式法律体系，或者是这几者的混合，这只是具体手段、方式问

题。但从本质上，不管是隐性还是显性契约，正式还是非正式契约，交易、交换的实质不变。

比如，我给你送礼，这是做人情投资，在你收礼后，你的一个隐性许诺是，你以后要以某种方式还我以礼，或许你也送我东西，或者在我有求于你时给我帮忙，总之，直到你回我以礼之前，你欠我人情。这就是我们之间的隐性契约，友情、社会舆论、道德伦理等等是促进我们之间契约能够执行的基础，也正因为此，我们对这种交易才信得过。其他，诸如金钱借贷、实物借贷等物质交易，还有亲戚、朋友、同事、社会相识之间的非物质交往，比如，困难时相互帮助、心情低沉时相互安慰，甚至相互问候等无形的人际往来，都涉及交易契约。今天你给我心理上的安慰，我会记住，下次你或你的家人心情不痛快时，我也要回报你以安慰。这些都是彼此间的显性或隐性契约。

所以，人情社会也是契约社会，只是契约的形式不同，契约的执行方式也不同，仅此而已。为什么中国社会以前靠亲情、人情就能够执行各类隐性契约，而许多交易并不需要正式显性契约呢？关键在于所交换内容的价值高低、交易范围的宽广程度。农业社会没有几样东西值几万、几十万，犯不着动脑筋写下正式的契约，所以，中国自秦汉开始，只有在涉及土地买卖、房屋买卖时才写契约，我老家就一直如此。另外，当交易范围只在本地、本村，交易人世世代代都为左邻右舍，当然犯不着那么正式写契约。可是，这些并不意味没有契约关系在其中。

这也是为什么我说，随着市场范围的扩大、交易价值的上升，以人情为基础的契约执行基础就越来越不够用，中国人也不得不从非正式隐性契约走向正式的显性契约。社会关系和文化也因此而改变。

不过，如果由于政治等原因使正式的契约执行架构难以发展，让人们无法相信正式的契约，那的确反倒迫使人们更加依赖血缘、地缘、人情这些非正式信用架构，只有继续靠这些传统的东西来保证交易能够发生。只是制度供应和制度需求间的这种张力，最终会迫使非人格化的契约执行架构快速发展。

中国人今天没有到依靠金融市场完全解决个人一辈子生活安全的这一步，各种非人格化的契约制度和信用架构还需建立，但这是一个基本发展方向，增量意义上的发展速度已经很快，这个方向是所有社会的追求。美国的金融在全球最发达，所以，市场在取代亲情和友情的经济交易功能方面也走得最远，市场的空间也在不断扩大。但，即使在美国，血缘网络、教会以及其他社交网络，也多少起到个人生活的最后经济保

障作用。当一个人实在走投无路、经济自立无望时，他也只好向亲友求助。

南方周末：前几年，儒家文化热在中国升温，部分原因是因为人们觉得社会道德已衰落太多，必须靠恢复儒家文化来解救；另外，就是现代化或说“西化”也大大冲击了中国社会。您怎么看这些现象？

陈志武：我知道，转型给中国社会带来许多冲击，使许多原来习惯的社会架构断裂。在这种时候，人们自然倾向于回到过去，到博物馆里找过去熟悉的东西，希望以此解救现代化带来的冲击。但客观来讲，这是一厢情愿，是一种心理安慰。

在过去市场不发达的情况下，农业生产能力极其有限，温饱总是最主要的挑战，所以，儒家主张以血缘家族为基础来实现人际资源共享、风险共担，并给它配以“三纲五常”文化价值和名分等级的社会秩序，那可能是过去2000多年里相对最优的一种安排，使中华民族能够繁荣昌盛。那种社会秩序压制了人的个性，但却可以使人际交易风险大大降低，节省交易成本，所以，牺牲一些个人自由和权利是在当时生产能力低下的条件下迫不得已的选择。加上当时的人口流动少，人们世世代代是左邻右舍，这也使儒家依赖的道德约束多少能行得通。

可是到今天，情况已大不一样，人口的广泛流动、市场范围的扩大已削弱了道德的约束力。再加上今天金融市场已经在许多方面取代了家庭的保险以及其他经济交易功能，没必要再把亲情和经济利益交换混在一起，也没必要再接受“三纲五常”对个人自由的约束。换句话说，今天为这些约束所要付出的代价远远高于所能得到的好处。

在中国历史上，唐宋时期曾经有过类似的对儒家文化的挑战。那次，挑战来自两个方面：第一是自汉朝开始进入中国的佛教；第二是唐宋商业市场的发展让人们感到，即使跟没有血缘关系的人交易，也能达到很好的资源互补和风险分摊的效果，市场化对儒家以血缘为核心的主张产生挑战。所以，宋朝时期也产生过儒家文化大讨论，不过，那次以朱熹等新儒的胜利而结束。直到明清时期，儒家文化依然是中国社会的主流文化。

但这次跟唐宋时期不同，最大差别在两方面：第一是现代交通运输和通信网络，加上跨地区的人口就业，这些从根本上改变了中国的社会结构；第二是市场的发展，特别是金融市场的发展，已在相当程度上把人际交易从家庭、家族剥离出来，由市场取代。一些传统学者不能看到

中国社会的这些变化，也不懂各类现代社会科学领域在19世纪之后的发展，还是按照中国传统的学术方法，按照从经典到经典的研究范式，得出结论认为中国社会还能走回去。我不知道中国还有几个人能认同他们的药方。

解决中国社会道德规范的根本出路，不是回归儒家传统，而是从根本上重新定位中国的家庭、家族，不再强调刚性的、压制个性的“三纲五常”与名分等级秩序，而是强调平等、自由，强调自由选择和自愿结盟，把家的核心定位在感情交流和爱上面。

---

[1] 原文刊于《南方周末》，2007年11月22日。记者陈敏采写。

结语

金融证券之于中国未来[1]

金融技术、经济增长与文化之间存在怎样的联系？一般来说，关于金融的话题主要会讲金融发展或者金融市场，而不是以“金融技术”来表述，更不会把文化和金融技术联系在一起。在我看来，文化，尤其是家庭和社会的文化，在很大程度上取决于一个社会的金融技术发展与否，或者说许多文化内容都是为了克服金融的欠发达而产生并演变出来的。金融发展与否也是国家兴衰的决定因素之一。因此，金融技术发展是经济增长、社会福利趋向合理化的必要架构。

科学技术与金融技术

五四运动讨论的德先生和赛先生之中，赛先生在中国社会被接受的程度现在已经非常广泛，关于科学技术给人类社会带来的好处，我们大家都能够理解或者充分认识。比如，1854年容闳作为第一个留美中国学生从耶鲁大学毕业后，坐船从纽约回国共花了154天，经历近半年时间的海上旅程才到家，而今天从纽约到北京只要坐13小时的飞机。现代运输技术显然大大加快了跨地区贸易的速度，使人们在一年里能完成的交易次数上升十倍、百倍，运输成本也大大降低了，使产品市场扩展到全世界，让我们的收入增长了许多。越洋电话、电子信箱、互联网技术就更不用说了，这些不仅使世界变小了，也大大提高了人类生产力，使经济发展上升到全新的高度。由此我们很容易看到信息和交通技术对人类的贡献，对GDP的贡献是多么的巨大。那么金融技术呢？似乎很多人都不曾想过这个问题。

按照我们熟悉的政治经济学，只有劳动才创造价值。我们中国人的传统观念也是如此，总觉得只有生产那些看得见摸得着的东西、制造实物，那才是真正在做事，真正在创造价值。我们说金融的作用是帮助对资源进行配置、对不同时期和不同境况的收入进行配置，也在不同的人之间进行资源配置，这些当然是看不见、摸不着的贡献。

我们怎么证明我们做的东西和那些搞工程、搞科学的人对社会做的

贡献是可以相比的？要改变人们传统的观念可能是一个非常长的过程，但是我们不妨试一试。因此，我今天要讲讲金融技术方面的变迁、创新和发展，给社会带来的影响实际上至少不应该低于电脑和科学技术能给社会带来的贡献。

货币金融技术创新促进经济增长

从中国金融史中，我们都知道货币的发明和发展对人类的贡献是非常大的。看一个很简单的例子。20世纪90年代末，俄罗斯的企业间交易有55%以上是以货易货，也就是说货币在这些企业的交易中所起的作用还不到一半。交易的非货币化意味着什么呢？这种现实会对社会生产和劳动分工带来什么影响呢？想象一下，假如A公司生产自行车，B公司生产衣服，C公司生产巧克力，那这三个公司进行交易的时候，A公司从B那里得到的是很多衣服，而B从C那里得到很多巧克力，C又会从A那里得到很多自行车。大家都这样做了以后，很多企业缴税也没办法用现金了，所以给政府缴的税也是自行车、衣服和巧克力。政府因此没钱给教师发工资，就只好也发衣服、自行车和巧克力等等。那些工人、老师拿到衣服和自行车后怎么办呢？不可能全部自己用吧？结果，每一个人都成了零售商。本来一个教授每天可花十几个小时做研究，可现在必须花五个小时上街卖衣服、卖自行车、卖巧克力。我们可以想象一下，当整个社会55%甚至90%是以货易货，那结果是什么呢？全民都是零售商，每个人都要花很长时间去做一些和自己最擅长的事情不相关的事。由此产生的后果就是社会没有专业分工，专业分工的深化和细化更不可能发生。

从贝钱到银钱、铜钱、铁钱，再到纸钱，然后又到电子钱，货币变迁的历程使人类的市场交易不断加快、不断深化。比如，如果几百年前要做一笔从北京到广州的贸易，那时可能要用铜钱付款，可能需要大马车拉运、雇用保镖，大概要几个月或更长时间才能把钱送到，信息反馈回来又要几个月，完成一笔交易可能要一年多的时间；有了纸币以后就要快多了，交易风险也小了，只要把现金或银票装在兜里快马跑就行了，完成交易的时间大概能缩短几个月。因此，跟交通运输技术一样，货币金融的发展也能加快市场交易速度，降低交易成本，增加人们的财富创造力。

关于货币的作用，一般的教科书都只说货币增加了交易的方便性和

交易速度。其实，货币对于社会分工的细化以及对各专业的深化都起了不可估量的作用。当然，我讲这个就是想说明，与货币有关的金融创新，对社会带来的贡献其实是非常大的。

有关货币的金融创新在中国历来就非常活跃，现在研究的成果显示，中国宋朝是世界上最早使用纸币的国家。也正因为这样，宋朝的经济在中国古代历史上是最发达的。但是，在整个中国金融史上，你如果仔细看一下，除了围绕货币方面的金融创新之外，中国在证券这方面的金融创新从来都不发达。对我们这些研究金融的人来说，我们发现，在中国提到“金融”时，人们想到的只是货币和货币政策；而在美国提到“金融”时，人们首先想到的是股票、债券和其他证券市场。这个差别也恰恰反映了在中国历史上我们所经历的都是货币一类的金融技术和金融发展，但是证券一类的金融创新和金融技术却没有在中国历史上发生，一直被我们的社会忽视。

这里我先讲一下什么是证券或者说金融契约。一般来说，证券指的是规定在未来不同时期和不同境况下要发生现金支付的金融契约。比如，债券让买方把今天的钱向未来转移，让卖方把未来的收入转移到今天花；股票让发行方今天融到创业资本，但他们保证在未来赚到钱后要按股份分给买股票的股东；火灾保险也是一种金融契约，它是要求在买方的房屋发生火灾时卖方必须付钱给买方。证券种类可以很多很多，为了方便讨论，我们不妨把非大众交易的信贷、保险、退休基金等也都归到广义的证券金融合约里。

金融技术对个人生活的意义

我们先来看看金融技术发展对生活、个人和家庭的实际影响可能是什么。有意思的是，过去这些年，当人们讲到证券市场发展的重要性时，绝大多数都是围绕着企业融资来讲的，是围绕着宏观经济增长来讨论的。也就是说，我们的观点是：为了企业的发展，我们必须去发展金融和资本市场。但我要讲的是，抛开金融发展对企业、对整体经济本身的影响不谈，只是针对老百姓的生活，金融发展也是非常重要的。

以住房按揭贷款为例，这个金融品种虽然看起来简单，但对老百姓一辈子的生活幸福影响是非常非常大的。为理解这一点，我们大致可把一个人的财富分为两部分：一部分是流动性资产，比如存款、房地产和股票；另一部分是人力资本，就是未来工资和其他收入流的总折现值。

但这两者是有差别的。举一个简单的例子：张三今年28岁，今天拿到金融博士学位，假设他博士毕业后找到一份好工作，未来20年里每年的收入预期为10万元。这些未来收入的折现总值就是张三的人力资本。假设折现后他的人力资本一共为200万元，那么即使张三今天没有固定资产，他也已经很富有了。但问题是这个财富毕竟是不能马上花的，如果没有金融技术的帮助，对张三来说他依旧很穷。

有了金融市场和证券市场，有了金融工具的帮助，这200万元财富中至少有一部分是他今天就能花的。住房抵押贷款正是这样一种工具。如果没有住房按揭贷款，张三想在上海买一座100平方米、每平方米价格为5000元的房子，那么他在未来10年里每年要存5万元才能买到这房子。在这种情况下，张三的储蓄压力是很大的，而且要等上10年才能买到自己的房子。其结果会如何呢？第一，在他28岁最需要享受自己房子的时候，他却不能买房；而等他年纪大了，享受房子和其他消费的能力不那么高的时候，他偏偏有房子。第二，如果张三这时候在谈恋爱，或许会因为今天买不到房子，他女朋友跟他分手了。第三，也许张三的单位能分给他房子，但条件是他必须先结婚。于是，为了得到房子，他不得不勉强提前结婚，或许留下终生遗憾。

如果有住房按揭贷款，那么由于张三未来的收入流很好，今天很容易就能得到按揭贷款，让他马上就能买到自己的房子，刚才讲到的这些问题就都没有了。所以，金融发展对于每个人的生活有着很具体的含义，让张三李四们不必提前结婚就能在年轻时有自己的房子。

假设张三可以按30年还贷4%的利率借到50万元，那么在今天买房以后他每个月只要支付2300元钱，一年支付27600元，和之前每年5万元的存款相比，他的储蓄压力就会小很多。张三由此每个月少存的1867元钱又可以供他用于其他消费，让他在最能消费的时候有更多的钱花，提高他的幸福感。对整个经济而言，这会促进整体消费需求的增加，使经济增长得更快。如果整个社会都如此，又会反过来提高人们未来的收入，让张三的未来收入预期不再是一年10万元，而是更多。

说到这里，我也可谈谈自己的感受。回想起来，在二十几年前我读大学的时候，如果那时每天能多一元钱的消费，那一元钱的消费带给我的满足可能要大大高于今天我每天多花1000元钱的满足感。

最近我跑过世界许多国家，这要是在20年前，我会幸福得不得了。在那时候，我要是知道在一个月后有机会去北京或者上海的话，我会非常激动，要激动一个月。为什么呢？因为那时候我很年轻，那时花钱能

带来的享受最多，也是最有能力花钱的时候。可遗憾的是，那时却是我最没钱的时候。现在让我去北京或去任何一个地方的话，给我的效用绝对是负效用，不再是享受而是累的感觉；而在20年前，绝对是提前几个月就很激动了，得到的效用绝对是正的。我说这话是什么意思呢？这恰恰说明，如果没有金融市场的发展，人们很可能陷入这样的困境：你最能花钱、最想花钱的时候反而是你最没钱的时候，而你通过花钱得到的效用最小的时候又恰恰是你钱最多的时候。

住房按揭贷款的效果是如此，很多其他金融证券发展的效果也会如此，都可帮助我们把一辈子不同时期的收入流做些更好的安排，使我们不至于在最能也最需要花钱的时候没钱花，而等到年老不想花钱也不需要花钱的时候又偏偏钱很多。金融证券发展的好处是帮助我们摊平一辈子的消费水平，让我们不至于一会儿饿得要死，一会儿钱多得无处花。金融证券能提高我们整个人生的总体幸福水平，进而提高全社会的福利。

金融技术的发展与家庭、社会文化

金融发展与否对个人、对家庭的幸福和不幸福的意义到底在哪里？在现代金融经济学模型中，我们一般都假设已经有很多的证券品种，可供你随意选择，你需要考虑的只是怎么组合搭配这些证券品种，由此安排退休养老、规避未来收入风险、防范未来不测之灾。过去两年我一直在思考，在美国确实有很多证券产品可供选择，金融证券市场已很发达，你需要做的真的只是做数理分析，为最优组合求解。但是，在传统社会里，你没有什么金融证券产品可供选择，那么在古代或者在现在的中国农村，人们是不是就不需要安排这个消费与投资组合、规避未来风险了呢？如果需要，他们又能如何去实现呢？

实际上，自古以来，不管有没有完备的金融证券市场，人们都不可避免地需要针对退休养老、针对未来收入风险、针对未来不测之灾提前进行规避，也就是要面对我们在经济学中讲的消费与投资组合问题。为什么呢？有一个很抽象的架构，比如从今年到明年，我可能运气很好，赚很多钱，也可能运气不好，亏很多钱，后年也同样是这个样子，由此一年又一年地让命运带着走。在任何一个社会和时代，任何一个人从出生到工作、到晚年都会面对很多的不确定性。传统社会没有汽车，也就没有汽车保险，但会有水灾、旱灾、火灾、地震，或者生病、防老等需

要。这些都是从出生开始就不可避免的问题，面对未来的不确定性，每个人都会有规避风险的自然要求。

但问题是，在传统社会里，没有股票，没有医疗保险和失业保险，也没有退休金和住房按揭贷款，他们是怎么去规避未来风险、安排不同年龄段的生活需要的呢？他们靠的是后代，靠的是家族、宗族。如果按照现代金融理论的角度去理解，家庭的后代就是他们的股票、退休金、保险、信贷，这些证券被人格化地表现在后代的身上，后代是这些证券工具的具体替代。“养儿防老”就是一个投资的概念，而且不仅仅是一个投资的概念，还是一个保险、信贷的概念。我今天把钱花在儿子身上，他到时候都要还回来；我今天把所有的宝都押到他身上，但是等我老了要靠他。如果是这样理解的话，过去传统社会里的证券并非不存在，而恰恰是以人格化的形式被具体地表现在后代身上。

我们今天讨论的公司治理、股东权益保障问题，强调的是要用外部性的法律、法院和行政手段去保护投资者的利益。如果我们把这些概念套在传统的家庭理念上，那会怎么样呢？父母作为投资方，作为保险的购买者，他们以后的利益，或者说传统社会中父母投在后代身上的养老金、保险金、信贷等，靠什么机制来保证呢？靠什么机制保证父母作为投资者能有所回报呢？传统社会里没有可靠的法院，你不可能要求法官来维护你的合法权益。你可以投诉到县太爷那里，但那些县太爷没有工夫搭理你。

后代作为父母养老金、保险金、信贷的替身，这些都是隐性金融合约，它们的执行机制不是靠法官、检察院、警察，也不靠县太爷，而是靠文化。也就是说，社会与家庭文化的内容必须有相应的发展，以此来保证这些隐性金融合约的执行，文化是一个因经济需要而内生的隐性合约执行机制。

比如，在中国家庭里，长辈说话时，孩子不可以还嘴。你从小就得养成这个习惯，每个父母亲在孩子出生之后就有责任给他们灌输这个概念：你要孝敬，要听话，哪怕这话是不合理的，你也只能听，不能还嘴，否则，等你长大之后你不是要无法无天、随意犯上了吗？那不是让那些隐性金融合约未来难以执行了吗？——这些隐性的金融合约都是靠内疚来执行的，靠后代的内疚感来保证对上一代人的经济利益回报，而后代能不能有内疚感又恰恰是文化的东西。也就是说，父母必须让自己的孩子从小就对每一个违背长辈意愿的言行都感到很内疚。如果能达到这个效果的话，等孩子长大以后父母就不用太担心自己的投资者权益

了。我们从小耳濡目染的中国文化实际上是为了确保隐性金融合约的执行。比如，《论语》里说："父母在，不远游。"父母的未来都系在孩子身上了，如果我的孩子随便远行，那我的投资利益就很难有保障了，我作为"股东"的权益就可能要受侵犯了。传统文化必须为了世代的衍替内生一套人格化的金融体系。

那么，这种文化的直接后果是什么呢？一个典型中国人的一辈子实际上是不幸的：小时候你必须无条件地听父母的话。年轻时最需要钱却没钱花。等到真正有钱的中年时候又不可能幸福，因为首先要四世同堂，没有个人的空间，也要负担父母的生活。老了以后也是很不幸的，如果只有一个孩子，那个孩子可能看着父母亲时会想："他怎么还这么健康，我还要养他。"如果有两个孩子，他们看着年老的父母就会互相推诿。做父母的就会想："我怎么还活着？我怎么要靠他们的施舍来给我的生存提供保证？"后代看到老年人感觉是负担，老年人看着后代又感觉要看很多脸色，也处于一个更不幸福的状态。不管是这些年还是在很久以前，报纸上和我们生活周围都充满了这类不幸的故事。我不是说不鼓励孝敬，孝敬应该是一种自愿的选择，是一种美德，但不应该是老年人的唯一养老途径。

在很多西方家庭里，父母和孩子基本会处于平等交流的状态，是一种以感情为主线的关系。因为，父母自己已经有很多的经济保障，他们不需要把孩子看作未来的保障，他们已通过金融产品的组合安排好了自己未来的方方面面，没必要把孩子培养得对自己言听计从，没必要把孩子训导得对每一个违背长辈意愿的言行都感到很内疚。因此，他们没必要背上传统中国家庭文化这种包袱。

两年前，我在耶鲁带的一个朝鲜族博士生，跑来跟我说，他必须搬回洛杉矶陪他父亲，因为他母亲死了两年以后，他父亲已经没法和他妹妹过了。我就问他："你有没有意识到传统亚洲文化给你造成了什么影响？等你几年以后回来读这个博士学位，就没有什么老师愿意带你了，因为你随时可能跑掉。"这个学生的能力是非常强的，但由于他父亲要他必须回去，那就意味着他未来的职业发展肯定不会是最优的了。如果我们沿着这个思路再想下去，那么以后我这个博士生也会这么要求他的孩子，一代代下去都会如此。长此以往，每一代人的职业追求和他们的潜能发挥肯定都不会最优了，这是传统亚洲社会的共同特点，是金融不发达造成的后果之一。由此可见，美国的金融发展也从这个角度使其整个社会效率得到提高，因为在金融市场发达以后，父母不需要为了自己未

来的保障而要求孩子无条件地和自己生活在一起，不会因为经济的原因要求孩子“父母在，不远游”。在美国家庭里，父母会支持孩子去任何一个最有利于孩子自身发展的地方，让他最好地发挥自己的职业潜能。

这样看来，金融证券品种的发展程度，最终不仅仅影响到GDP的增长快不快，而且会影响到我们到底娶什么样的媳妇，嫁什么样的丈夫，有多少自主权和个人尊严。金融市场的发展，可以解放我们的个人发展空间。现在想起来，五四运动主张的个人自由和独立，这些愿望当然很好，但是如果没有金融市场的发达，那你实现这些愿望的工具就不存在。

我简单地看了一下，美国也好，其他国家也好，到底是个人主义盛行还是集体主义盛行，在很大程度上取决于金融市场的发展程度。如果一个国家的金融市场不够发达，那么它即使想鼓励个人主义，也是不可能实现的，因为没有相配的金融市场的支持。而在历史传统中，集体主义文化让每个人都忘了自我，才能让那些人格化了的隐性金融合约有得以实现的基础。

研究公司金融的人有时会把企业的外部资本市场和内部资本市场做一个区分。在缺乏外部资本市场所需要的制度机制的国家里，企业往往更多地依赖其内部资本市场，这就出现集团公司等结构，在集团内的子公司之间调配资金，其资本成本要低得多。其实，在家庭层面也是这样的，当整个社会的外部金融证券市场不发达的时候，家族和宗族作为一个内部金融证券市场就至关重要。宗族是一个无形的金融交易市场，交易的内容往往是看不见摸不着的隐性许诺。这些许诺当然可以很值钱，也可以一文不值，关键取决于双方是否互相信任，使这些承诺被当成一回事。而家族中的血缘关系恰恰可帮助这些承诺更好地在家族这个小范围之内执行。

在我老家那个地方，当家族里有哪家娶媳妇或者盖房子等这类一次性的大额开支出现时，其亲戚就会觉得应该尽最大可能借给那家钱，帮助他摊平这种大额开支所带来的短期财务冲击。但这样做有一个前提，就是等我盖房子的时候他也会借钱给我。另外，这个钱他当然是会还的，因为他还有很多地方要依靠我们。有了血缘关系和相配的家族文化，家族的内部金融市场就有了比较可靠的金融合约执行架构。但是，超出家族之外诚信就成了很大的问题。

从清华大学秦晖教授所收集的资料看，近代沿海地区的宗族发达程度是最高的，而中原等内地却很低。我的一个解释是，沿海地区由于比

较早地介入对外贸易，经济比较发达，很早就出现了融资以及规避经济风险的需求。但是，以前又没有外部资本市场和金融市场（甚至到今天也不发达），因此他们都转向家族内部的金融市场，到家族内部找资金，这就促使其家族结构不断发展。发达的家族结构又反过来使他们的风险规避能力和融资能力进一步提高，使沿海地区的经济上升到一个新的层面。这个过程长此以往下去，不仅沿海地区的经济远胜于内地，而且其家族结构也更发达。

以前我做金融数学模型的研究，以为这些模型和理论对中国的情况不适用，但后来发现并不是这些抽象的理论对中国没有意义，只是我们所讲的金融证券的表现形式在传统社会与现代社会是不一样的。在现代金融理论里，我们研究的是一些外部化了的证券品种；但在传统中国社会里，这些证券一直以一种人格化了的隐性形式存在。只是这些人格化了的证券所能够提供的效用和产生的效果是很差的。比如说，不管家族、宗族有多大，宗族内的隐性相互保险市场所能够达到的风险配置效果是很有局限性的，不可能达到在更大范围内的保险市场所能取得的风险配置效果，所以效率会很低。只有以全社会为基础的外部金融市场才能实现最大化的金融配置效果，而外部金融交易又要求有可靠的、独立的外部法治架构，以内疚为契约执行方式的文化已经不够用了。

以金融技术解读近代史

金融证券技术不仅对个人、社会和企业的意义重大，而且对国家的发展和国家生存也意义重大。现在大家对大国兴衰的兴趣很高，那么金融证券技术对中国未来发展的意义究竟在哪里？我们来看一下历史，看金融技术发展对不同国家带来的后果是什么。比如说，为什么在18世纪到19世纪的欧洲竞争中，英国最后战胜了法国？这段历史可以从很多不同的角度去讲，我要讲的是金融技术和金融市场给这两个国家带来了什么样的机会，对最后所创造的历史有什么样的贡献。

英国之所以从18世纪开始远远超过法国，并最终在18世纪末期的战争中战胜法国，关键就在于英国有更发达的金融技术和金融市场。道理很简单，中世纪的欧洲战争不断，慢慢地大家都要靠借债发展军力，谁能借到更多、更便宜的钱，谁就能拥有更强的军队，特别是海军。1752年时，英国政府的公债利率大约为2.5%，而法国公债利率是5%左右。1752—1832年，法国政府支付的公债利息基本都是英国政府公债利息

的两倍以上。这种差别有何意义呢？要知道，18世纪英国每年的财政收入有一半是用来支付国债利息的，也就是说，假如那时英国的国债利息跟法国的一样高，那么要么英国必须减少借债，要么英国每年的所有财政收入都用来支付利息。前者会使英国的军力下降，而后者会使其政府破产。两种可能的结局，哪种都不好。但正因为英国有着比法国更为发达的证券市场，英国不仅能融到更多资金发展国力，而且需要支付的融资成本也比法国低一半。较低的利息负担使英国可以筹到更多的钱用于发展军事和国家实力，使英国从18世纪到20世纪初一直拥有世界最强大的海军，使不到2000万人口的英国主宰世界两个多世纪。谁能以更低的成本借到更多的钱花，谁就能在未来拥有更多的发展机会，这也正是英法战争中英国能战胜法国的关键因素。因此，证券融资不只是简单地把未来的收入提前花，而且能为未来创造更多的发展空间，也会决定在国际竞争中谁会赢。

之所以当时英国的国债融资成本比法国的低一半，其证券市场也比法国更发达，根本原因与1688年英国“光荣革命”之后所建立的宪政制衡有关，那次革命之后英国王权受到议会的制约，使许多国家权力转移到议会，国王不能随意征税、不能侵犯私人财产，财产税等决策只能由议会立法。由于议会更能代表社会的利益，并且其立法与决策过程也非常透明，这使证券投资者对英国政府有充分的信任，因此很愿意买英国的国债，而且要求的投资回报率（融资成本）也不高。相比之下，法国的王权不受制约，国王的决策过程又不透明，在18世纪多次对其国债赖账、拖欠利息，这些都无法让投资者对法国政府的信用有信心，其结果可想而知。

那中国的近代经历又怎样呢？中国的经历比法国更糟，法国的5%国债利息跟英国比虽然很高，但至少能在本国融到国债资金，而中国则在20世纪30年代之前政府根本就融不到资金。甲午战争和八国联军打进北京都给清政府带来巨额的赔款。如果清政府也能按5%的年利息从本国融资，而且清政府也能拿当时每年约一亿两白银的财政收入的一半来支付利息（像英国那样），那么晚清政府可承受约10亿两白银的国债，因此或许那两次赔款不至于使清政府破产。这当然是假设，晚清中国根本没有像样的本国资本市场，也就无法通过本国资本市场的融资来为这些巨额赔款做出一次性的支付，因而只能向其他金融市场比较发达的国家借款。

我们不妨想象一下，如果投资者是外国人或者是外国银行，发债的

一方是中国的晚清政府，那么什么是双方都可以接受的债务抵押品呢？当晚清政府不能够还债的时候，外方投资者的权益如何得到保护呢？首先想到的是用土地作为抵押。如果发行的是主权债，发债的主体是一国政府，那么这个政府拿土地（比如说辽东半岛）做抵押或许是容易想到的一个方案。但是，我们知道这对于全国老百姓来说肯定是不能接受的。所以，用土地做抵押不可行。那么，假如用其他的有形资产（比如皇宫）来做抵押呢？那当然也行不通。所以，当时在中国整个金融市场不完善的情况下，拿未来的税收作为国债抵押品，差不多是唯一可以做出的安排。我们能想象，在当时给清政府做完全的信用贷款是很难的，没有投资者会愿意。

最近一些研究发现，一般的投资者对上市公司管理层侵吞公司有形资产的行为，往往是绝对不可以接受的，这牵涉到财产权问题。但是，如果管理层侵占公司未来的收入流的话，那么在多数国家里对外部投资者来说这不会是一个太大的问题。比如说，如果你把公司的一幢楼据为己有，那是大家都看得到的，也就不可能接受；但如果你把这个楼的未来租金收入据为己有，对外部投资者来说这就相对容易接受吧。

所以，现在回过头来看，当时庚子赔款和甲午赔款的借债以中国海关关税做抵押的确是唯一可让双方接受的安排。从证券设计的角度看，当时这样的抵押安排，从政治上、意识形态上以及外方投资者的心态角度讲都可以理解，或者说是唯一可以让中国老百姓接受的安排。

在把海关收入做抵押之后，随之而来的合约条款的执行和监督又成了一个很严重的问题。从外国投资者的角度讲，怎么能确保海关收入不会被派作他用呢？当时的清政府连最基本的会计财务制度都没有，根本没有能力保证这种合约安排的顺利实现。如果合约条款无法让另一方监督，那么海关关税做抵押的条款就没办法实现。于是，西方列强后来就强迫清政府让一个英国人担任海关总长，这是我们中国人当时和现在都没办法接受的安排。退一步讲，其根本原因还是中国没有发展自己的金融技术。在当时，如果中国要从国外借债，就只能做这种让步。那几次外债从根本上决定了晚清朝廷必然要破产，也决定了此后的中国历史。如果从乾隆时代或者鸦片战争之后就致力于发展本国的证券市场，那中国的近代史会怎样呢？历史真是难以假设。

为什么中国历史上围绕货币金融的发展做得很好，而围绕债券和其他证券的发展一直没有跟上呢？我认为主要还是与我们的观念有关。1898年，晚清政府发行“昭信股票”募集国债资金。这实际上是清政府第

一次在国内发行公债，目标是1亿两白银，几个月后发现总的需求不到1000万两，仅完成目标的1/10，后来被迫放弃从国内融资。

出现这个局面的主要原因是我们的传统观念。在我们的传统观念里，借钱花是一件很丢脸的事，如果一个政府借钱花那就更丢脸了。而可能正是这样一种观念造成了屈辱的中国近代史。比如，即使到鸦片战争失败以后，当时的清政府还是天天想多往国库里存钱。以我们现在的观点看，如果当时有正确的观念，鸦片战争后应该做的恰恰不是往国库里存钱，而是要想法借很多国债，把国家未来的收入提前到鸦片战争后的30年不断地去花，去发展国力，由此把未来中国的可选择空间最大化。

当然，实际看到的情况则正好相反：在其他国家把未来50年的收入通过借钱拿到当时来花的时候，中国的晚清政府却还一个劲地往国库里存钱。1842年，清政府的财政盈余为150多万两银子，1847年的财政盈余超过380万两（参见张国辉《中国金融通史》第二卷）。把这些钱存在国库有何意义？等着让八国联军取走吗？结果，由于西方国家敢通过其证券市场把未来的收入拿到现在来花，强者愈强，而晚清政府则总想把收入存起来，留给未来花，弱者就愈弱。到甲午战争的时候，中国的实力已完全不能与其他国家相抗衡。到那时，清政府确实想花钱了，但已经没有机会了。

由此我们看出，能否通过金融证券把未来的收入提前花，进而拓宽自己未来的发展空间，这对于一个国家来说是至关重要的。一个核心的观念问题就是我们是不是愿意借钱花，是不是愿意通过证券、债券把未来的收入提前到现在来花，使自己今天就强大，这个核心的观念也直接影响着中国金融市场的发展。

金融证券之于中国未来

金融证券的不发达带来的负面影响远不止如此。例如，正因为金融证券不发达，我们中国人赚到钱后，恨不得每一分钱都存下来。我们总认为这是中国人勤俭节约的美德。我要说的是，这个美德其实并不像我们想象的那么“美”。过分强调勤俭节约，既不能让我们的资本和证券市场得到发展，还会带来很多其他后果。

喜欢存钱是一回事，但把积蓄的财富放到哪里呢？在证券市场不发

达时，我们只能把储蓄存放到银行。如果银行也拿这些存款去做投资，同时这些投资又为未来的GDP增长带来贡献，那问题也有，但不会那么严重，这一点在此就不细谈。但实际的情况是，中国的银行已经有太多的呆坏账，银行拿着这些存款不愿意去做新的投资了。这又逼着政府为了促进内需而发行国债，对银行来说正是求之不得的事，买政府公债成了银行存款的主要去向，这样银行把老百姓的存款很容易就变成了财政部、发改委可以控制的钱。那这又有什么问题呢？既然老百姓不愿意花钱，那么政府就来代替老百姓花钱，这似乎不失为一种比较好的办法。

但是，由政府来花钱和老百姓自己花自己的钱，其效果截然不同。花自己的钱才心痛，才知道怎么花，才会花在最有价值的地方。政府替老百姓花钱存在很多问题。首先，许多官僚拿着老百姓的钱做自己的政绩工程。花老百姓的钱是不会被老百姓问责的，即使有问责，由另一个官僚来评价我这个官僚的政绩的时候，他也要向其他官僚交代，他也会根据我这个钱是不是花在这些看得见摸得着的硬件上来判断，层层考核，大家都只会把钱花在看得见摸得着的硬件上。

比如，这些年投入大学的经费，原意往往是让这些大学改进教学和研究，但实际情况是相当多的投入都变成了大楼。当然，大楼也重要，但不能成为主要的去向。这里，关键的问题在于如何衡量“好的教育”“好的研究”。什么是“好的教育”？什么是“好的研究”？北大和清华的教育水平，谁的更好？假如以这两个学校学生毕业后的起薪来衡量的话，那么如果北大的高很多，我们可能就认为北大的教育水平比较高。——如果真如此，有人就会说不能这样衡量，这太短浅。所以，什么是好的教育，除了受教育者自己之外，别人是很难判断的，是看不见摸不着的东西。相比之下，如果把教育投入用来盖房子，崭新的大楼是谁都看得见摸得到的，政绩显而易见。

你想想，如果我是大学的校长，假如我真的把经费都花在提高教学质量和研究水平上，那我才是笨蛋。为什么呢？如果你做这些投入，由于你的任期是非常有限的，5年或10年，暂且把这个放在一边不说，即使我未来20年都是某校校长，我也不应该把10亿、20亿的投入，花到改善教育内容和教学质量这些虚无缥缈的东西上。如果我真的这样做，我的政绩别人是看不到的。相比之下，如果我把这10亿、20亿都拿去盖一栋栋大楼，而且不断地盖新楼，每一位来访者都会说：“你的大学真的变化很大！你真是一个好校长！”

如果我是某市的市长，假如我真的把资金用在提升人民生活质量

上，那我也是笨蛋。什么叫“更高的”人民生活质量？这也是别人看不见摸不着的。而如果我把钱都用来盖更多、更新的大楼，这些楼有没有用、有没有人要并不重要，重要的是我会有更好的政绩，那样谁到我的城市来都会说：“你的城市变化真大，这才是时代的进步，你真是位有成就的好市长！”那么，我就能升官了。由此产生的结果，显而易见是资源的流失和浪费。

由政府代替老百姓花钱的其他后果也非常多。例如，这些年政府投入公路的资金最多，这本身是好事，但是过多的资金也带来了过多的腐败问题。如果调查一下，你会发现各省市交通厅管公路建设的厅长、处长们因贪污受贿而坐牢的特别多。你觉得这奇怪吗？

而如果我花自己的钱，花得好还是不好，划算不划算，我不必向任何人交代，只要我自己觉得应该花就行，不需要做表面文章，就不会浪费。

单就经济效率的损失角度讲，“大政府”的后果非常严重，而金融发展的滞后又恰恰逼着政府只能更大。由此看来现今社会的许多弊病，在很大程度上也和证券市场的不发达有密切的联系。如果我们的资本市场很发达的话，那老百姓可以利用不同的金融产品，把钱投到银行之外的证券投资品种上。另一方面，如果资本市场很发达，老百姓自己也可去向未来的收入借钱，自己就可以更好地安排消费，让每一分钱用到对他来说最重要的事情上面。这比把钱都交给银行、交给政府，让政府去花好得多。

---

[1] “结语”是根据笔者2005年3月9日在上海财经大学的讲演整理而成的。特别感谢上海财经大学的骆玉鼎和李健教授以及张英同学在整理本文中所做的努力。

致谢

本书收集了我在2008年末之前写的相关文章，都围绕金融、关于金融。各章节在结构上相对独立，因此，即使跳着章节读，也基本不影响可读性。由于这些文章起初是为不同媒体写的，因此除了注释所用数据资料的来源之外，基本没有能够一一给出相关参考资料和文献，这是本书的最大遗憾，希望各位同人能够谅解。

在本书各章的写作中，笔者得到了很多朋友和同人的帮助，如李利明、文贯中、龙登高、郭宇宽、曾人雄、张磊、朱武祥、王永华、张维迎、林毅夫、卢峰、陈平、熊鹏、石明磊、韦森、陈雨露、梁晶、吴冲锋、李玉、谢平、王巍、徐林、周年洋、汪姜维、张信东、李云龙、周程、刘凌云、冯玉、赵灵敏、谷重庆、曹惠宁、范文仲、李健、张宏、岳峥、袁为鹏、彭凯翔、孙涛、周克成、岑科、宋澄宇、张福山、高平阳、杜凯等等。还有其他许多朋友，这些朋友常常是我文章的第一读者，他们因为是我的朋友而付出了很多，在此一并向他们致谢。茅于轼、吴敬琏、袁伟时、朱学勤等老前辈也时常给后学以指导，这是本人一辈子的荣幸，也不胜感谢。另外，特别感谢李利明，他是本书各章的总编辑，纠正了本书初稿中的众多错字，提高了可读性。当然，我也要感谢《经济观察报》《新财富》《财经》《证券市场周刊》《南风窗》《南方周末》《21世纪经济报道》《证券日报》等杂志与报纸读者的支持。

最后感谢我夫人王蓓、女儿陈晓和陈笛多年的支持，感谢在湖南老家以及南京岳父母家的多位亲戚，他们总是我靠得住的粉丝。

图书在版编目（CIP）数据

金融的逻辑. 上，金融何以富民强国 / （美）陈志武著. -- 北京：中信出版社，2020.12
ISBN 978-7-5217-2481-3
I. ①金… II. ①陈… III. ①金融体制 - 研究 - 中国 IV. ①F832.1
中国版本图书馆CIP数据核字(2020)第228908号

金融的逻辑（上）：金融何以富民强国
著者：陈志武
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：465千字
版次：2020年12月第1版
书号：ISBN 978-7-5217-2481-3

版权所有·侵权必究

金融的逻辑



通往自由之路

陈志武
著

中信出版集团 | 北京

目录

序言 金融为什么

第一篇 自由的金融逻辑

第1章 市场通往自由，金融解放个人

第2章 货币化与自由

第3章 愈自由，愈发展

第二篇 民富的金融逻辑

第4章 如何走出“勤劳而不富有”的怪圈

第5章 “赢者通吃”背后的经济金融力量

第6章 21世纪的资本为何不同 ——评《21世纪资本论》

第7章 金融市场是克服民主制度缺陷的一种手段

第8章 国债破产、财政危机或许是必要的“魔鬼”

第9章 把住政府之手

第10章 制约政府对资源配置的控制

第11章 富政府之下，“权力”会压制“权利”

第三篇 创新的金融逻辑

第12章 金融监管的社会代价

第13章 如何看待互联网金融

第14章 期权工具帮助投资者规避风险

第15章 诚信的“金融逻辑”为何失灵

第16章 公司不举，则中国终不可以富，不可以强

第17章 强化股票的“股性”，弱化其“债性”

第18章 资本市场催化创新创业 ——从纪录片《华尔街》看中国经济金融发展

第19章 金融“阴谋论”可以休矣

参考文献

序言

金融为什么

许多朋友对金融有兴趣，是因为这个行当赚钱多，是一门具体的技能，也是一个不错的职业、饭碗。如果做得好，还真的能够改善许多人的生活，甚至改变社会。当然，话是这么说，许多金融从业者虽然赚钱多，但还是觉得不踏实，甚至感到内疚，因为感觉自己好像并没有给社会带来具体的价值，没有创造看得见、摸得着的具体东西。特别是碰上金融危机，眼看着金融动荡冲击社会和个人，内疚感就更不用说了。那么，金融到底创不创造社会价值？更进一步说，金融到底是为谁、为何，为什么？

从1986年到耶鲁大学攻读金融学博士至今，我接触金融近30年了。接触、研究、思考金融的时间越长，就越觉得金融不只是一组经济工具，还是一种思维方式、分析框架，它背后的逻辑给我们提供了一种看待人类社会和历史的全新视角。如果以金融的逻辑作为一副眼镜，去看待社会和个人、历史和现状，你会发现其实各个社会、种族、民族都是相通的，相同为主，相异为次。贯穿各社会的价值主张不仅存在，而且深深地渗透于我们每时每刻的生活中。

张维迎教授说过，几十年前，他在陕西吴堡县黄河边上的村庄里长大，“捞河炭”曾是他老家村民一个重要的生活来源：每次黄河大水一退，人们就争先恐后冲向河滩，用自己的草帽、衣服、麻袋、扁担，甚至是内裤，盖在那些被大水从上游冲下来的煤块上面，以示“有主”。到了20世纪90年代，张维迎在英国留学时了解到，英国一些海边渔村，每次大风暴后，潮水卷起的木头就会搁浅在海滩上，那里世世代代的渔民始终遵守一个规矩，就是谁最早跑到沙滩给无主的木头做上标记，木头就归谁所有。

张维迎教授就纳闷了：这两个地方相隔万里，一个在英国的海岸，一个在中国西北的黄河边，两地人民肯定不曾有过交流，但他们的游戏规则完全一样。为什么呢？如果有共同遵循的法则存在，背后的促成因素是什么？金融在这里面又扮演了什么样的角色？

一

2004年左右，我和彭凯翔、袁为鹏开始合作，收集明清以来的民间借贷交易信息，包括借贷双方的身份、财产与家庭背景，当然还有借贷金额和利率等，目的是搜遍各地县志、民间文书、商业账本、刑科题本等历史资料，建立全面的中国近代借贷历史数据库，以供我们自己和其他学者研究之用。

在搜集、整理这些历史资料的过程中，2005年的一次偶然机会，我看到了清代女婢的交易价格。当时，彭凯翔和我一页页地翻看徽州一个家族18、19世纪的商业账簿，其中一项是某年花7两银子买了个女婢。这笔开支一方面被放在当年的进出账上，另一方面也被记录在家族企业的资产表里，就像对待其他商品和资产一样。账簿的这项内容给我的冲击很大：从前虽然听说过，小说里也看过历史上人不被当人看的故事，但从来没有如此真切地见过这样把“人”作为物品来买卖、处理的具体实例，而且还把人作为资产放在资产负债表里，年复一年地记录下来，直到女婢被卖掉或去世！

那么，人像商品、资产一样被卖掉、被交易，这种现象有多普遍呢？价格一般是多少？其定价的逻辑是什么？在什么情况下女人或男人会被买卖呢？这种现象背后的经济、社会因素是什么？它跟金融市场的缺失有没有关系？

后来，在18、19世纪清朝抄家档案的记录里，我们也看到，不管是被抄家官员还是朝廷的档案，都会把每个女婢、家奴做一个价格（一般以每人10两银子定价），跟土地、房产、牛马、金银、绸缎等一起，算在家产总额里，当时好像也没谁说过“这些毕竟是人哪”。清代人对“把人作为物品、作为资产处理”如此习惯熟练，视若常态，说明这个现象不仅很普遍，而且成了社会肌体、社会文化的一部分。

带着这些问题，我们开始系统地从史料中搜集买卖人口，尤其是买卖妻妾的历史交易数据。研究过程中我们发现，不仅中国长期有买卖妻妾、租妻典妻、将人视为资产工具的传统，印度、泰国、英国和其他欧洲国家以及非洲也都曾经有过，有些甚至今天还有买卖妻子的习俗。早在公元前1700多年的古巴比伦《汉穆拉比法典》中就规定“丈夫为了还债，可以卖妻”；公元前2000年的犹太教文献中，在谈到娶妻时通常用“买妻”“购取妻子”这样充满商业交易意味的话语，所付金钱或彩礼都归女方父亲；而近到2009年的印度，还有丈夫因为粮食歉收、负债累累

而被迫卖妻。

清代中国社会底层在疾病、灾害等风险冲击下卖妻之事，则常见于史料。比如，乾隆元年（1736）刑科题本档案记载，山东曹州府路九儿因遇灾荒，无法生活，将妻韩氏以5两银子卖与山西商人程子彦为妻。乾隆二十年（1755）的刑科题本中，安徽颖州府丁南因病将22岁的妻子嫁卖与人。更有甚者，贫时将妻子嫁卖，以得财渡过难关，通过努力有钱后又将妻赎回。据《续碑传集》 卷四十九《罗天鹏传》记载，清朝嘉庆年间的高官罗思举，在年轻时得奇病需3万钱治病，无钱可出，只好将妻嫁卖，筹集病资，病愈后投军立功而成为高官，乃遣人访其妻，以重金赎还，为夫妇如初。这些案例表明，在面临风险冲击时，通过嫁卖妻子来缓冲风险并非稀罕之事。汤米·本特森（Tommy Bengtson）等（2004）对清代辽宁北部村庄的研究表明，面临粮价上涨冲击时，单身家庭的死亡率更高，男性的死亡率高于女性。这可能是因为有妻子的男性能够通过卖妻来减缓风险冲击，同时女性通过嫁卖，可以让自己从一个高风险家庭转到低风险家庭，从而降低灾荒冲击下女性的死亡率。

对于清代卖妻场面，历史学者赵晓华是这样描述的："闻有各女人领进，请端视，而买客或则嫌瘦，或则嫌病，或则嫌粗，纷论不已，一若看货讲价者。"19世纪二三十年代流传于河北定县的秧歌戏《耳环记》，更是以戏曲形式再现了中国农村家庭买卖妻子的现实。夏明方教授这样总结剧中买卖人市的特征：（1）有一个公认的卖人市，买卖双方及当地人都知道它的位置所在。（2）卖主往往主动大声吆喝："你们谁买媳妇咪！"（3）被出卖者身上插上一根黄白草棍或类似物品，作为待售标记。（4）买卖双方经过一番激烈的讨价还价，达成交易价格。（5）卖方把草棍和妻子交给对方，收到金钱，交易完成。

传统中国如此，而在万里之外的英国，买卖妻子的习俗一直到19世纪末才结束。英国历史学家汤姆逊在《买卖妻子》一文中谈道：英国习俗对妻子买卖的"仪式"特别看重，否则会被社会认为是不合法的。一般而言，妻子是被丈夫套着缰绳，拉到市场上公开拍卖。在英国的卖妻交易中，公开的市场、事前的广告、缰绳、拍卖人等市场交易要素俱全。而妻子就像牲畜或动产一样被拍卖、被羞辱。这个仪式习俗得到广泛遵守，说明买卖妻子在英国有其久远传统。

非洲的妻子交易风俗也给我们不少启示。人类学家罗伯特·F.格雷（Robert F. Gray）教授在其1960年的研究中指出，在坦桑尼亚的一些部落，子女婚姻是由父母在其很小的时候就订立了，子女没有发言权

（跟中国、印度等地的包办婚姻无异）。那里的商品交易原来还没有货币化，也没有货币，所以价格以多少只山羊计算。一般而言，男方家给女方家平均支付100只山羊。一旦支付完山羊，婚约即确立，而且只有支付完山羊，婚姻才算成立。婚约一旦形成并支付完山羊，女方家对女孩的拥有权便完全转移到男方，即使婚姻过程还没完全走完也一样。如果从订婚到成婚期间，男方家不喜欢女方了，男方家可以用同样的价格把女方转卖给另一家；如果已订婚的男孩不幸去世或者婚后去世，女方则自动转为男方最年长的兄弟做妻子。婚姻的过程实际是对女孩的所有权向男方家转移的过程。

我们后来的研究表明，之所以人类社会曾经普遍存在甚至迄今个别地方还有买卖妻子的习俗，一方面当然是因为工业革命之前人类社会普遍贫穷，另一方面则是因为从前的社会没有发达、完备的金融市场。传统农业社会的平均产出水平不高，但在一般情况下不至于饿死人，人们只有在面对灾荒等风险事件挑战时，才会被逼得走投无路，甚至被迫卖妻鬻女。即使没有灾荒，由于农业生产的季节性波动，也会出现春秋时期管子所说的农民“年有余而月不足”的局面，青黄不接的季节也会威胁农民的生存。

而如何规避灾荒风险、季节性风险以及其他意外事件带来的生存挑战，恰恰是金融市场所要解决的核心问题。如果金融市场发达，各类金融产品很丰富，专项保险品种应有尽有，那么，农民和社会其他成员只需要花一点点费用，就能未雨绸缪，规避各类可以想到的未来风险，而不至于等到灾害发生时被迫卖妻鬻女以求生存。不过，金融市场是到近代才在世界各国逐渐发展起来的，而从前的人类社会没这么幸运。没有这些非人格化的金融工具，人们就只好在人身上打主意了。

有人可能会说，传统社会虽然没有丰富的金融保险工具，但不是也有土地、房产、珠宝、金银等实物资产，这些实物资产不也既可以作为投资品又可以作为保险品吗？是的，这些投资品确实可以当保险品用，或者说这些实物资产也含有投资属性、保险属性、消费属性。但是，对于总是处于温饱边缘的普通老百姓来说，房产、土地、珠宝这些东西的价格太高，买不起；即使买得起，其保险属性也不一定很强。因为当大家都面对灾荒事件冲击时，这些东西的价格可能跌太多，高价位也可能使其有价无市，缺乏流动性。相对而言，虽然有很多贫困家庭连妻子都娶不起，但有妻女的家庭毕竟远比有土地、珠宝的家庭多得多。所以，在没有金融市场的传统农业社会，当老百姓面对灾荒风险事件冲击时，

更可能发生的是他们被迫卖掉妻女，因为妻女可能是他们手头仅有的具有一定流动性、能够变现的资产，除此以外可能难有其他活路。这也是人类许多社会都曾经有卖妻习俗的原因。正因为这一点，《大清律例》虽然一般而言禁止买卖妻子、租妻典妻，但还是明确允许丈夫在一家面对生存挑战或还不起债务时把妻子卖掉变现。

金融市场的出现与发展，把人从工具属性和相关制度约束中解放出来，使灾荒发生时不再有那么多家庭需要卖妻鬻女了。

二

对于农业社会来说，土地历来是“命根子”，以至“均田地”成为众多农民起义最有号召力的口号。原因据说在于土地分配差距产生收入差距，如果不能“耕者有其田”，那么天长日久，这些差距所产生的不满不断累积，最后就会激发农民起义。可是，土地分配差距到底是如何形成的？又是什么使其恶化呢？

在以往的论述中，人们喜欢把土地分配差距归结为土地的私有和土地自由买卖，这种看法是如此根深蒂固。那么，土地过度集中到部分人手里，是土地自由买卖所致，还是出于其他原因？

对于拥有金融市场的现代社会来说，面对气候灾害、瘟疫或其他造成粮食歉收的灾荒风险，要么可以通过事前购买灾害保险，通过保险市场实现跨地区的人际风险交易，达到平滑风险冲击的效果，要么通过事后借贷把今天的收入冲击平摊到未来长时间内分期承担，等等。现代社会金融手段很多，实在不行，政府福利项目也可以作为补充。

在没有金融市场的传统社会，除了卖妻鬻女之外，还可以有其他选择，比如家里如果多少有点土地，可能通过卖地求得生存。当然，如果家里既有土地又有妻子，是先卖土地救急，还是先卖妻子救急，这在不同地区、不同家庭里可能答案各异。在中国18、19世纪的命案案例中，两种情况我们都看到过，在灾荒冲击下，一些家庭选择先卖地，而另一些家庭选择先卖妻子。从大体上看，灾荒时被迫卖地的频率高于卖妻的频率，而在正常的非灾荒年份里土地买卖的交易量低于灾荒年份。

根据上述资料，我们不免要问：在传统中国和其他传统社会里，土地往少数人手里集中，是否跟农民缺少对冲灾荒风险的手段有关呢？假如金融市场更发达些，灾荒时期被迫卖地的可能性是否会小很多呢？

对于这个问题，纽约人口研究会米德·凯恩（Mead Cain）教授于1981年发表的研究文章给了我们很好的回答。他比较了印度和孟加拉国的农村土地分配结构经历的变化：在1957年前后，印度某3个村庄的土地分配基尼系数为0.72，20年后下降到0.60，土地在农民间的分配集中度明显下降；而同期孟加拉国农村的土地分配基尼系数，却由原来的0.60上升到0.69，土地更加往少数人手里集中。

再看一下细节。1957年前后，印度3个村庄有近1/3的家庭是无地农民，到1980年前则只有15%左右的家庭是无地农民；相比之下，孟加拉国农村当初20%的家庭无地，但20多年后29%的家庭不拥有土地。这期间，印度的小自耕农和中等自耕农中只有15%的家庭卖地或失地，而孟加拉国则有60%左右的小农和中农卖地。

印度农村和孟加拉国农村之间的情况差别之所以这么大，除了印度农村在这期间经历了土地改革，更主要的原因是印度农村既有正规金融，又有非正规民间金融，包括保险、借贷和少量的政府救济，但孟加拉国农村不仅没有正规金融，连非正式金融几乎都见不到。印度和孟加拉国农村在金融服务的可得性方面的差别决定了它们不同的土地分配结构演变历程。

在凯恩教授研究的村庄中，印度村庄于1970—1973年经历了大旱灾，但由于他们能得到金融支持，并没有几家农民为了求生而卖地。旱灾期间，反而因为土地需求比平时少，土地买卖交易量少于平时。相反，孟加拉国村庄于1968年和1970—1974年两次陷入由水灾引发的饥荒中，大量农民被迫卖地求生。1957—1980年，超过一半的孟加拉国卖地农民都是为获得食物和医药，跟印度村庄的情况形成鲜明对照。

所以，土地分配过于集中在历史上或许激发了一次次农民起义，但并非土地私有或者土地自由买卖所致。从印度和孟加拉国的对比中，我们看到了金融市场的重要作用。如果有了更丰富的事前规避风险以及事后缓冲风险的金融工具，即使农民暂时受到灾荒、人祸等风险事件的冲击，也用不着被迫卖地，土地也就不会过度往少数人手里集中。

从这个意义上说，金融可以改变人类历史，至少可以减少许多农民起义的发生。

三

在没有金融市场的社会里，不只是人被工具化地使用，而且与个人幸福密切相关的婚姻、家庭等关系也会被利用。我们现代人追求爱情，把爱情视为婚姻和家庭的基础，但可能意识不到这是风险交易、利益交换越来越被金融市场和其他市场承担和取代之后的结果。在金融市场发达之前，婚姻的首要基础是利益，是规避风险的需要，而不是爱情。

前面说过，灾荒风险发生时，农业社会的普通人会被迫卖妻女、卖土地求生存。当然，灾荒对人们的生存冲击很大，但毕竟是低频率的事件，不一定每年都发生。平时，农业社会更经常面对的会是一般性歉收，有收成但不足。这种一般性风险又怎么应对呢？

在农业社会里，歉收风险与地区的地理环境有极大关系。像笔者的老家湖南茶陵县，丘陵小山把一个个村庄隔离开来，不同村庄虽然可能就相隔几公里，但其所处的地理环境因素，比如是否靠山、是否临水、是否泥土沙质太强、是否靠近雨带等，都会对财富和收入产生巨大影响。我母亲9岁时觉得她父母家太穷，听说6公里之外的村子，也就是我父亲所在的地方，比她的村子富有，就以童养媳的身份嫁到父亲家。嫁过去后，她才发现父亲家未必比娘家好，算是吃了信息不对称的亏！

我母亲的选择和我们从小观察到的很多新娘的选择，在众多农业社会中具有普遍性，这得到了许多研究的支持。我在耶鲁大学的同事马克·罗森茨威格（Mark Rosenzweig）教授对印度、马来西亚等国的农村进行多年研究并发现，印度父母喜欢把女儿外嫁很远，平均嫁出去的距离为30多公里。我们可能一般都认为“人往高处走”，嫁人要嫁更富有的，迁居也要迁往收入更高的城市。但是，罗森茨威格教授发现，1981年印度人口普查时，因为寻求高收入而从农村迁居城市的人只占总人口的2.2%，而村与村之间迁居的人却占总人口的30%，其中80%是妇女外嫁所致。马来西亚的情况也类似，迁居主要是因为发生婚姻关系，而且70%左右的婚姻迁居都发生在收入水平基本相当的村落之间，不明显追求“高富帅”。

那么，为什么这些父母喜欢把女儿嫁很远，而且不一定是嫁到更富有的家庭或更富有的城市呢？罗森茨威格教授认为，农业收成风险具有很强的空间性或地区性，这个地方遭灾害冲击，另一个地方不一定遭遇同样的灾害；甲村遭遇决堤，乙村不一定同时遭遇决堤；甲村和乙村可能同时遭遇旱灾，但轻重可能大为不同；等等。他发现，两个村庄之间的距离越远，两地收成的相关系数就越低。所以，对于农民来说，他们最好是能够在不同地方的村民之间进行跨期收入互助互换，让甲村受冲

击时乙村人会给予补偿，乙村遭遇风险冲击时甲村人会补偿，由此提升各村各户的总体福利。

问题是靠什么让甲村、乙村相信这样的互助互换交易安排，让他们不用担心对方会违约、赖账？如果金融市场已经发达到位，保险公司、金融机构则可以提供中介服务，给予信用增强的支持，帮助各村之间进行风险配置、跨期收入互助交易。在没有金融市场和相配的信用体系的情况下，农业社会就必须找其他方式以强化跨地区的人际信任，而姻缘、姻亲就是这样一个最为古老的强化跨期信任的基石。自从人类逐步发展出婚姻制度以来，姻缘是仅次于血缘的第二牢固的信任基础。所以，印度父母利用女儿的婚姻来建立跨期信任关系，并通过把女儿外嫁得尽可能远，来达到最大化分散收入风险的效果。

罗森茨威格教授的研究证实：越是有女儿外嫁很远的印度家庭，特别是有多个女儿外嫁多处远方村庄的家庭，在歉收年份受到的冲击就越小，他们的食物消费对收入风险的敏感度就越低（每多一个外嫁远方的女儿，收入波动对家庭食物消费的影响就少15%）。对于农作物收成风险很高或者很穷的农村来说，有女儿外嫁很远尤其重要，因为在没有金融市场的传统农村，女儿的婚姻几乎成了唯一能用上的跨地区分摊风险的工具。

有人会问，通过儿子的婚姻来选择远方交易对象，不是也可以达到异地分散收入风险的效果吗？是有这种可能，但效果要差一些。主要是岳父家对女婿家的帮助一般要少于女婿家对岳父家的。在婆家有女儿惦记着娘家，但在娘家没有人惦记着女婿家。从这个意义上，在没有金融的传统社会里，儿子可以提升家庭的收入，但不能帮助家庭跨地区分散收入风险，而女儿的婚嫁却可以帮助降低家庭的收入风险冲击。多子多富，多女则多福。

子女的婚姻可以帮助降低家庭的生存风险，这是好处。但是，这种好处是以谁的利益为代价呢？为了提升家庭抵御风险的能力，非要把女儿通过包办婚姻外嫁给遥远村庄里的陌生人，婚姻就很难以爱情为基础。在没有金融市场的社会里，爱情显然是奢侈品，为了生存就只能接受“父母之命、媒妁之言”。只有等金融市场把风险交易的功能从婚姻、家庭关系中剥离出去之后，婚姻的避险功能负担才会减轻，爱情在婚姻中的权重才能提升。在金融市场完全解决个人的风险交易和利益交换需要之前，爱情不会是婚姻的全部基础。

金融就是这样改变我们的生活的。

四

不管是美国、欧洲还是中国，人们都容易有一个本能反应：金融只是为富人服务的，跟穷人没有关系，而且金融使富人更富、穷人更穷。所以，不要说在中国，即使在美国、西欧，每次政府要强化对金融行业的管制，包括对金融行业进行限薪、加税，社会总是一片欢呼，觉得政府帮老百姓出气了。

当然，这种朴素的逻辑经不起推敲。正如前面看到的，金融实际上对于穷人更加重要。金融对富人可能是锦上添花，而对穷人则可能是雪中送炭，甚至关系到是否需要卖妻、卖地。比如买房子，对于有现金的富人来说，有没有住房抵押贷款并不影响他们，反正他们不需要住房抵押贷款；可是，对于普通人，如果没有抵押贷款这种金融支持，可能要等很多年才能存满足够多的钱，才能住上自己梦想的房子。如果“男人有房子才具备谈恋爱的条件”成立的话，那么，有没有住房抵押贷款决定普通年轻人能否买上房子，最后也会决定能否谈恋爱找对象，影响他们能够找谁做妻子！

现在流行“大众创业、万众创新”，即“众创”。以前中国只有国有银行，没有股票市场或PE（私募股权投资）基金，也没有债券市场，对许多人来说，债务融资创业发展不可能；而即使企业已经发展到一定规模需要债务融资了，也需要实物资产抵押，否则不可能从银行贷到款。后来，个人和私营企业也可以从银行申请贷款了，但还是需要实物资产抵押。

如果融资的前提条件是实物资产抵押，那么富人和穷人之间，谁可以得到融资支持呢？当然是富人，或者是已经成功的企业。也就是说，如果金融行业还停留在以银行为主的初级状态，那显然对富人最有利，因为富人可以拿出所需要的实物资产抵押品。同样的道理，这对已经成功的企业也更有利。于是造成富的更富、穷的更穷。

发展金融市场的内在要求就是减少融资的抵押要求，让那些未来前景较好，但现在没有实物资产、没有太多到手财富的“穷人”也能得到融资支持。按照芝加哥大学的拉古拉姆·G.拉扬（Raghuram G. Rajan）和路易吉·津加莱斯（Luigi Zingales）两位教授的说法，发展金融市场的意义在于把原来只对贵族开放的俱乐部，变为对所有人开放。邹恒甫教授及其同事在1960—1995年对83个国家和地区进行数据研究并发现，长期而言，金融发展程度越高的国家，收入不平等系数就越低；一般随着

金融市场的发展，收入不平等程度会逐渐降低；私人部门信贷每增加1%，收入分配基尼系数就降低0.31%。

由此可见，发达的金融市场是大众创业的催化剂，也是“众创”的前提。PE基金、创投基金就是最典型的例子。1990年，上海证券交易所的成立标志着现代中国有了对未来收入做贴现、定价的机器，因为股市在本质上是对上市公司未来利润预期的提前定价，也让股权所有者能把未来收入预期变现。这跟传统银行根据既有资产，即过去收入，做借贷定价的做法，形成明显的对照。可是，由于之前太多决策者、智囊顾问受传统银行思维的影响，制定的政策要求任何公司如果要在A股市场上市，不仅要有过去3年的充分盈利记录，而且还必须有很多实物资产，如楼房、机器、设备、土地等，这就从本质上把中国股市限定在传统银行范畴内，即主要为国有企业和“重资产”的传统行业提供融资服务，不能帮助能力超强的草根创业者上市融资发展。过去的中国资本市场仍然是贵族俱乐部，阻碍收入机会、创业机会的平等化。

从2001、2002年开始，中国的PE基金、创投基金开始真正起步，到2007年、2008年成了一个欣欣向荣的行业，达到“人人PE”的泡沫境界。我们暂且不管这个行业是否走得有点过头，但有一点是值得肯定的，就是这些创投基金、PE基金跟银行和过去的A股市场截然不同：它们看重的是公司未来的收入流，而且公司最好是轻资产甚至没有实物资产，但必须有很可观的未来收入增长预期。只要公司未来增长预期好，即使没有有形资产，它们也愿意给这样的公司100亿元、500亿元的估值！

相对于银行，相对于原来的A股市场，这可是天翻地覆的变化。创投基金、PE基金寄希望于未来、奖励未来，而银行和过去的A股市场则着眼于过去、奖励过去。正因这种差别，以创投基金、PE基金为代表的资本市场，不看你的出身，也不管你是富二代还是穷二代，只看你创业的公司的未来前景。在过去200年的美国和最近十几年的中国，正因为有了这些放眼未来的新型资本市场和金融工具，许多普通家庭出身的创业者也能成为亿万富翁。美国19世纪的爱迪生、20世纪的比尔·盖茨，中国的马化腾、李彦宏，不仅出身普通，而且都在30来岁就成为亿万美元富翁。金融市场，尤其是资本市场的发展，拉平了创业致富、收入增长的机会。自由发展的金融不仅帮富人致富，而且更帮助穷人出人头地。就像我的好友曾人雄先生，虽然他出自普通的湖南家庭，但他看准了中国医疗行业的发展前景，两年多前创办自己的泓华国际医疗集团，资产

轻、全国连锁，增长前景好，如今私募股权投资者也愿意给他的公司几十亿元的估值，使创业机会不再受制于家庭出身。

因此，以往关于银行是“间接融资”、资本市场是“直接融资”，以及中国太多依赖“间接融资”的讨论，其实没有说到点子上，是错位的，因为银行为主的金融体系不仅使资源配置效率过低、不利于创业创新，而且使收入分配恶化，不利于拉平社会各阶层的收入机会、创业机会。过度依赖银行的金融体系从本质上偏袒富人、贵族和已经成功的企业。

当然，好的金融制度可以拉平收入差距和机会差距，但坏的金融政策、坏的监管政策可能会造成收入差距的进一步恶化。就以房地产贷款政策为例，在20世纪90年代中期房地产市场刚刚起步的时候，只要你拍卖到土地并得到相应行政审批，即使你自己没有资金，也可以通过土地使用权抵押从银行得到贷款，再加上提前预售楼盘，就使许多家庭出身一般甚至是农村出身的年轻人能够加入房地产创业大军。自有资金不是门槛，房地产不只是富人的游戏。因此，潘石屹、冯仑等人当年也能进入房地产行业创业致富。可是，从2003年开始，呼吁政府调控房地产价格的声音越来越多，许多矛头都指向房地产开发商，于是政府逐步推出房地产“新政”，要求房地产开发商的自有资金占比不断抬高，包括土地买价全由自有资金支付等。这样一来，结果当然是事与愿违，因为“新政”必然压低新房供应，使房价进一步上涨，而且使普通家庭出身的人不再有机会进入房地产创业，或者使他们因为自有资金有限不再能扩大业务。从那以后，房地产行业越来越成为少数成功人士的贵族俱乐部，这些房地产金融“新政”使今天的普通年轻人不再能重复潘石屹、冯仑等人的成功故事。

这几年关于美联储、欧洲央行等“量化宽松”政策的讨论不少，其出发点是通过央行拿钞票购买中长期公债来大量增加社会中的流动性，让经济中的钱更多。这种政策举措是典型的政府干预经济的行为，使经济脱离其自然状态，走上靠强心针支撑的非自然轨道。虽然这种政策能制造短暂繁荣，但其副作用也不少，包括其必然带来的结构性扭曲和被恶化的收入差距与财富差距。量化宽松政策的背景是当时美国的基准利率几乎为零，以往基于调低利率以增加流动性的做法已经没法用了，在利率即“价格”工具不能用的情况下，各商业银行又不愿意在未来经济前景很不确定的环境下做很多信贷（其实当时银行有资金但不敢放贷）。于是，2008年金融危机发生后，美联储认为在银行惜贷、经济下行压力大的背景下，必须通过刺激证券市场价格来制造“财富效应”，即通过印发

很多美元货币去买各种中长期政府国债，把国债价格抬高，并由此带动股票等金融资产价格上涨，使那些持有股票、债券的投资者和家庭“感觉”更富有，然后更愿意开支消费或者做更多实业投资，由此带动需求的增长、就业的增加等等，帮助经济复苏。量化宽松通过制造“财富效应”，绕一个大弯来刺激增长的手法，短期内的确达到了效果。比如，金融危机之前的2007年底，美国家庭财富总值为69万亿美元，到2009年中期下降到57万亿美元左右，但通过美联储三轮的量化宽松，到2013年中期上升到78万亿美元，美国家庭的金融与非金融财富加在一起比危机之前最高时还高出9万亿美元。对于私人消费在GDP（国内生产总值）中的占比超过80%的美国经济来说，提高私人家庭的“财富感”对经济复苏很重要。所以，从这一点来看，效果还可以。

但问题是并非所有人都有钱投资股票和债券，没有股票和债券的人占美国总人口40%左右，他们没有金融资产，自然不能从量化宽松制造的金融“财富效应”中分享到好处。特别是2009—2014年，美国股市上翻一倍多，国债市场也经历了一次前所未有的大牛市，而同期普通人的工薪收入基本没变。因此，量化宽松的结果是富人更富、穷人相对更穷，收入分配和财富分配结构都出现扭曲与恶化。

由此我们看到，“坏”的金融政策会阻止金融生态环境的良性发展，也促使收入差距恶化。这当然使我们联想到2014年10月以来的“慢牛”股市政策，思路似乎也是要通过制造A股牛市“财富效应”，一方面刺激民间消费，另一方面激励创业创新，促成结构性转型。当前中国经济遇到的一个大问题是企业负债率普遍过高，银行贷款大量流向一些产能过剩的大型企业、国有企业，而创新和经济转型的主力军——中小企业，却得不到贷款支持。在经济下行时期，企业经营风险和银行信贷风险都很大。为了推进经济结构调整，决策层想从“企业财务结构—金融市场结构—经济结构”这一链条破解问题，也就是通过催化股票价格吸引众多社会资金进入资本市场，拓宽企业的股权融资渠道，让企业在资本结构上增加股权融资的比重，减少债务占比，以达到提高直接融资比重、降低间接融资比重的效果。通过主板、创业板和新三板的市场发展，让更多资金进入各类股权市场，建立起个人投资、VC（风险投资）、PE、新三板、创业板、中小板、主板这一完整的直接融资体系，进而通过资本市场对具有成长性、符合未来发展方向的企业进行高估值，引导金融资源往这些方向配置，进而达到结构调整的目的。

愿望当然良好，不过有一个前提，即股权的定价比较精准，能够反

映各公司的实际基本面。否则，如果股价全面悬空，背离基本面，错位的股价引导的资源配置不仅达不到调整经济结构、改良金融结构的目标，而且还会本末倒置，制造长久后患，让经济结构调整开倒车，把本来可以投入创新的能量和投入实业的资金也都转向炒股。

同时，考虑到中国股民毕竟不到两亿，有股票投资的家庭不到1/4，制造股市繁荣的结果只是让部分人更富，让多数人更穷，收入和财富差距进一步恶化。尤其是在社会流动性非常充分、银行不想多贷、实体企业不一定想多借多投的情况下，继续通过降息降准增加流动性，只会使股市泡沫更大，拉大财富差距。而且这样人为刺激股市，连实体企业都不想专注主业，而把越来越多的资金投向股市。因为在这种人为安排的“慢牛”下，似乎股市的回报高于任何实体行业的投资，由此导致整个社会的资源配置结构被严重扭曲，包括人力资本也过多地往炒股上转移，扭曲社会的激励架构，拖垮社会的长久创新力。

顺其自然、减少政府干预、自由的金融市场的发展，尤其是资本市场的发展，会扩大金融的普惠性，提高金融的可得性，深化金融渗透的层面，使金融不再是贵族的特权，从而降低收入差距。与此相反，对金融的过多政策干预则会扭曲资源配置，逆转经济结构调整，造成更多的机会不平等和财富差距。我们尤其要纠正以前的错觉，即觉得“政府不干预的金融只对富人有利，政府干预就是为普通人而为”。

五

金融市场不仅惠及老百姓个人，也能影响国家的存亡、朝代的兴衰。当风险不能通过金融工具进行交易分散时，明君贤臣可能也难以挽回国家的命运。

我们就从明朝末年的李自成起义说起。一般看法是，官员腐败导致朝代灭亡。长期而言，政府权力失控、制衡不够所造成的腐败泛滥最终会导致王朝灭亡。可问题是那个“长期”到底是多长呢？腐败政府十年甚至几十年不垮的例子历史上有的是，现今世界上也很多。16世纪中后期，明朝已经持续了200多年，嘉靖朝（1522—1566）的后期已经腐败了，17世纪初明朝可能更是摇摇欲坠，但如果不是自然灾害的助推，李自成、张献忠的起义也不见得必然能摧毁明王朝。事实上，明朝除了忙于应对农民起义，还受到北方游牧民族的不断冲击，而游牧民族的行动又往往与气候的变化有极大关系。接下来，我们要谈谈明朝的灭亡与气

候的关系。

1606年出生的李自成，青年时期本来有正规工作，在传递朝廷公文的驿站做驿卒。可是，由于朝廷财政吃紧，1628年，全国1/3的驿站被裁撤，李自成因此失业回家，并开始欠债。同年陕西（李自成的家乡）和山西发生大旱灾，人民生存困难。冬季时李自成因不能还债，被告到陕西米脂衙门。县令将他“械而游于市，将置之死”。好在亲友把他救出，接着他跑去杀死债主，之后投奔起义军。

之所以朝廷在1628年前后出现财政危机，主要是气候灾害所致。16世纪中叶，那时明朝已建立近200年，加上嘉靖朝廷本身也越来越腐败，上下开支有些失控，当属意料之中。但更重要的是，按照中国科学院地理科学与资源研究所郑景云、萧凌波、方修琦等学者的研究，16世纪50年代华北气候总体变冷、变干，旱灾也越来越频繁。这些旱灾一方面威胁北方游牧民族的生存，增加他们攻打中原以求生存的压力，威胁明朝；另一方面也使明王朝在北方的军田难以耕作、产量大减（郑景云等学者考证，由于气候危机，16世纪中期河北每公顷土地产粮1168公斤，到万历年间为584公斤，而到1620年后下降到每公顷230～350公斤）。来自北方游牧民族的武力威胁和屯田荒废、减产，不仅迫使朝廷扩大军队，而且也造成政府财政更多地用于军队。在1550年前，军事开支占朝廷岁出的31%左右，而到1590年后上升到90%。尽管明朝名臣张居正在万历年间推动的改革改善了财政，但不足以填补快速上升的军事开支，军事开支占朝廷岁出90%左右的局面一直维持到明朝终结，1628年崇祯皇帝一上台，就不得不缩减财政开支、裁撤驿站。从这个意义上说，李自成参加起义跟气候灾害有很强的关联。郑景云等学者的研究发现，1628—1633年的农民起义基本都发生在旱灾县域。

气候危机尤其是旱灾把李自成推向起义，而如果不是后来更多更大的旱灾，李自成的起义未必能成功。他的起义军至少两次几乎被扑灭，都是大规模的旱灾成就了他。第一次是1633年末，李自成、张献忠等率领的农民军被曹文诏的明军铁骑队在山西击败，残兵逃到河南，又被多路明军包围在黄河与太行山之间。眼看起义军随时可能被清光，可是那年冬天河南超常寒冷，黄河水面完全冰冻，给李自成等起义军队提供了越过黄河逃跑的机会。接下来，1634—1636年，河南和周边省份又发生大面积严重干旱，千千万万农民面对生存危机，大量饥民谁给他们饭吃就愿意跟谁走，这又给李自成、张献忠提供了大规模招兵的机会。就这样，李自成的起义军很快扩充到60多万人，比1633年之前更强大。

到1636年，农民起义军规模庞大，威胁明王朝，迫使朝廷加大平息起义的力度。那年8月，主要农民军领袖之一高迎祥被明军击败，次年张献忠兵败投降。1638年在明军集中武力的攻击下，李自成军队也败下阵来，最后他带着残部17人躲到陕西东南的商洛山中。这是李自成起义军第二次几近灭亡。但是，1639—1641年的旱灾不仅更加严重，而且覆盖了更多省份，饥民数比之前更加庞大，又给李自成提供了机会。1640年，李自成再次回到河南，收留饥民，重建起义军。郑廉在《豫变纪略》这样描述李自成大赈饥民的盛况："向之朽贯红粟，贼乃藉之，以出示开仓而赈饥民。远近饥民荷锄而往，应之者如流水，日夜不绝，一呼百万，而其势燎原不可扑。"到1641年3月，他的起义军增加到100多万！那次旱灾持续三年，不仅让李自成、张献忠东山再起，而且严重影响了明军的粮食供应，使政府军无力对付农民起义军。1644年，明朝最终被李自成击败。

虽然从长期而言腐败王朝会灭亡，可是短期来讲不一定必然会垮，关键要看是否有风险事件引发危机，也要看朝廷是否有应对风险冲击的手段。明朝最后的几十年是旱灾频发的时期，尤其是1628—1643年，干旱程度达到历史之最。那十几年里，河南、河北、陕西等有7～9年干旱。这不仅给李自成一次又一次的起义机会，而且极大地考验朝廷，使腐败的王朝难以为继。

前面主要从军事上谈到李自成起义军实力如何不断得到旱灾的支持，使其两次起死回生，最后击败明朝。可是实际上，如果明朝当时的财政不是每况愈下，起义军也未必能成功。也就是说，如果当时朝廷拥有对冲气候风险的手段，明朝的结局可能会大为不同。前面说过，明中叶之后政府财政逐渐吃紧，到16世纪中期每年财政赤字多则400万两白银，少则也有百万两。1567年时，太仓银仅存135万两，只够3个月开支。

那种财政赤字大概有多严重呢？当时，明朝一年财政收入在2000万～2500万两白银之间，当时的GDP为4亿～5亿两白银，即财政收入占GDP的5%左右。这样，即使按照最多的400万两白银赤字算，不到当时GDP的1%，远低于今天的财政赤字。可是，我们说中国今天2.5%财政赤字是非常健康的，而明朝1%的财政赤字却严重到可以把朝廷压垮。为什么会这样呢？

关键在于那时候明朝没有跨期配置收入的债券市场或长期借贷市场，而今天不仅可以发债，还可以发行30年甚至100年才到期的永续

债，这能把今天的财政赤字摊平到未来100年慢慢还、逐步还。债券是现代政府抵御财政危机、降低国家生存风险的主要手段。而在没有借债手段的情况下，朝廷只能在加税、拖欠、货币成色上找活路。靠单年的加税来解决财政危机，其最大的缺陷是强化了突发性大额开支对社会当年的冲击，等于是“税负休克疗法”，它无法让朝廷把一次大开支平摊到未来30年、100年的财政收入上，后者只有长期限债券等证券才能做到。

自万历四十六年（1618）始，“辽东兵事兴……先后三增赋，凡五百二十万有奇，遂为岁额”[1]。但这些增税并没缓解明廷的财政危机。到1628年崇祯帝继位时，财政赤字为113万两。据王昊先生《论崇祯帝》一文引证，为补亏空，崇祯帝在万历年间每亩加9厘赋税的基础上，再增3厘，共增税165万两。这笔税跟万历年间3次加派加起来，共达680万两。但是，农民战争在气候灾害的帮助下势头不断猛增，朝廷军费开支不断上升，屯田收成也继续下降，财政赤字压力持续扩大。如果再加税太多，会加剧官逼民反的势头，朝廷只好尽量拖欠军饷等债务，崇祯元年时各边欠饷已达520万两。到崇祯十年（1637），朝廷仍然拖欠边镇军费，导致边兵大量投身农民起义军，把明朝进一步推向崩溃。在崇祯十一年（1638）更大旱灾的冲击下，战情急转直下，财政危机进一步恶化，“不集兵无以平寇，不增饷无以饱兵”，崇祯帝只好“勉从廷议，暂累吾民一年”，批准加派280万两新税。

据王昊《论崇祯帝》，当时，崇祯帝还试过其他办法缓和财政危机，包括要求富室勋戚捐助、节省宫廷开支等，但都不成功。然而，在传统中国朝廷只注重“节流”存银子而不是通过负债发展、把“饼”做大的大背景下，债券市场所需要的销售体系在平时当然没机会发展，等亟须发债融资时又不可能一夜之间建立起来。所以，崇祯皇帝发现债务融资之路走不通，不足为奇。

实际上，中国大多数的朝代变迁和社会动乱都发生在冷气候、高旱灾时期，气候变化是影响中国朝代循环以及“大乱—大治”交替的因素之一。除明朝之外，中国其他朝代的灭亡也大致如此，在王朝灭亡之前几十年一般会经历异常气候风险，在没有现代借贷市场帮助的情况下，它们都难以应对气候灾害带来的国家存亡挑战。根据龚启圣、白营、陈强、贾瑞雪等学者的研究，自秦朝以来，旱灾年份里，中原汉族王朝一方面会面临比平常更多的农民起义等内乱，另一方面也会更频繁受到北方游牧民族的进攻，因为在旱灾带来的生存压力之下，游牧民族更有可

能攻打中原农耕社会，掠夺物资，以求活路。

中国之外，世界其他国家，在远古和近古时期，气候灾害也都曾经是战争、社会动乱的最重要起因之一。公元250年至600年的气候变化，在一定程度上促成了西罗马帝国的崩溃。欧洲过去1000年中的寒冷时期，冲突频率明显高于平常时期。

人类进入现代社会以后，旱灾、水灾等气候灾害和其他风险事件依然会发生，但我们不用担心北方游牧民族攻打中原，不必担心出现下一个李自成或其他社会动乱，不必担心气候风险带来的国家存亡的挑战。原因当然跟工业革命带来的经济变化、现代强势政府的形成以及正规军的武器优势有关系，但是，金融市场所起的作用也不能忽视。因为如果没有金融市场提供的抵御存亡风险的金融工具，个人和国家在面对风险事件的冲击时可能还是会诉诸暴力。

众多对中外历史的研究表明，腐败国家并不必然灭亡。在现代金融发展之前，如果一个王朝本身已经腐朽，只要不发生旱灾、水灾或其他大风险事件，只要粮食收成多少还能凑合，那么，腐败不一定马上拖垮王朝；但如果遇上自然灾害，特别是百年不遇的旱灾，腐朽王朝的宿命可能就在劫难逃。而有了现代金融市场后，规避风险事件冲击的工具大大丰富，即使旱灾等风险发生，腐败王朝也未必会垮台。这就是为什么我们说金融市场不仅改变社会、给个人更多自由，而且也打破了改朝换代的历史规律。

六

不管是从个人层面还是从国家层面来说，未来的历史都因为金融而不同。自从2009年《金融的逻辑》[2]出版以来，中国社会对金融的认识和金融工具的应用，已经进步了很多、很快，金融品种丰富多彩，金融市场规模也日新月异。

但是，似是而非的认识还是太多，尤其在谈到“实体经济”和“金融经济”的时候，从下到上，几乎一边倒地认为“当然要重点发展实体经济”或“金融为实体经济服务”。这种表面看似乎很有道理的陈述，实际上经不起经济学逻辑的推敲。很显然，中国许多实体行业的产能严重过剩，而金融的供给却严重不足。在产能过剩的情况下，实体经济发展的边际价值很低，甚至是负的，往实体行业做更多投入，与往火堆里扔钱无异；但金融发展的边际价值很大，甚至是无穷大，因为金融供给短

缺，多一些金融服务就可以多增加社会的整体福利。经济学的一个基本原理就是：多配置资源到高边际价值的行业，减少对边际价值为负的行业的投入。所以，与很多人说的相反，我们要做的恰恰应该是重点发展金融经济，激发经济活力。

之所以“实体经济为主，金融经济为辅”的观点大有市场，从本质上看是因为人们还没有走出短缺经济、农耕经济的思维。对于总处于温饱边缘、物质总是短缺的农耕社会来说，所有经济活动的价值都围绕填饱肚子的需要来定义：能直接生产东西填饱肚子的活动才有价值，而不能生产“物”的虚拟经济活动没有价值。是的，当东西总是不够吃、不够用的时候，只有“实”的东西才有价值，只有这些才能让人活下去。

我们接受医生服务是有价值的，但医生不生产物质。实际上很多时候医生要割掉这个那个器官，要毁掉物质，可我们都认为他们在治病，在延长人的寿命，是实实在在的贡献，所以我们会接受“医生服务有价值”的陈述，而且在收入不断增长的情况下，我们都会增加对医疗与健康的投入，认同这种“不生产物质”的服务的价值。

既然我们能够认同医生服务的价值，为什么不能认同金融的价值呢？前面谈到，在没有金融市场的社会里，一旦发生灾荒等风险事件，许多家庭会被迫卖妻卖地以求活路，但有了金融工具之后，人类社会可以更主动地利用非人格化的金融工具进行跨期价值配置，更好更主动地安排规避风险，让人们不用担心生老病残，让日子过得更加安稳。在本书中，我们会看到货币化、金融化发展是如何催生文明、促进个人自由的；我们会了解到，正是因为金融市场带来的跨期平滑收入的工具，财富差距、收入差距本身才不再成为问题，因为只要金融工具和政府转移支付能帮助人们摊平收入冲击的影响，使消费不再像以前那样随着收入的下降而下降，那么收入分配将不再是重心，消费分配结构才是我们应该重点关注的。

尤其是在实体行业普遍产能过剩的今天，物质消费问题已经解决得比较好，人们关注更多的是自己和亲人一辈子的生老病残问题，关注重点从当下消费转移到未来的方方面面，而这恰恰是金融市场所要解决的问题。也就是说，社会总福利的增长点在于未来的消费安全，在于保障、解决未来生老病残的需要。从这个意义上讲，到了今天这个发展阶段，金融堪称经济的核心，是重中之重。

所以，在中国发展成为世界第二大经济体的今天，我们仍然有必要梳理许多有关金融的观念和认识。这也是本书的用意所在。

陈志武

2015年7月1日

---

[1] 《明史》卷二二〇，中华书局1974年版。

[2] 《金融的逻辑》之前于2009年、2011年、2014年、2018年分别由国际文化出版公司、五洲传播出版社、西北大学出版社、上海三联书店出版。

第一篇

自由的金融逻辑

第1章

市场通往自由，金融解放个人[1]

金融危机冲击全球之后，国内外都对市场经济、对商业或者对商业文明进行了一些反思。这些反思本身很健康，不同的反思促使我们重新认识人类，认识不同制度安排的优劣，并在价值上予以重新评判，也给我们以机会再次审视中国以及其他社会的过去、现在和未来。今天，大家对市场经济、市场化改革以及新古典经济学或者说新自由主义经济学的主流主张好像更多持否定看法。当然，在人类历史上，包括在过去的一个世纪里，这不是第一次，也不可能是最后一次对市场经济产生怀疑，因为人类往往就是这样，稍微不注意就很容易被一时一刻的事情和经历迷惑，忘掉了过去更长时间的经历，忘掉了从更长历史时段中得出的更加经久不变的一般道理。

比如，关于市场与政府在经济资源配置中的角色分工，在20世纪30年代曾经有过一次大论战。当时，自由市场国家处于严重的经济危机中，而苏联模式的计划经济处于快速发展中，所以讨论来讨论去，不管哪种安排在逻辑上更符合人性、在激励上更与人性自洽，那种实际业绩上的差异——尽管事后看，这种业绩比较的时间太短了——都让当时的世界普遍认为基于行政权力配置资源的苏联模式更优越，也更有利于经济增长。于是，在那种基于一时冲动的结论影响之下，二战后，从东欧到亚洲、非洲、拉丁美洲，甚至西欧、北美，世界各大洲都在不同程度上采纳或模仿了苏联的计划经济或者说政府管制经济以及政府拥有并经营企业的模式。到1970年前后，世界各国都拥有不同规模的国有企业。只是到20世纪70年代中后期，各国的国有企业普遍陷入全面亏损，而且亏损越来越严重，这就逼着人们反思政府管制经济、经营企业的模式。这些反思为后来全球范围内的大规模私有化、重新市场化改革奠定了基础，这就有了1978年中国邓小平开启的改革开放，1980年前后英国撒切尔夫人、美国里根的私有化，以及后来俄罗斯与东欧的私有化等，逆转了二战之后的国有化和经济行政化的潮流。

在2008年金融危机中，人们又看到了中国与西方国家之间不同的表现，人们不禁要问：是不是又要对过去30年的经济“去行政化”“市场化”改革进行逆转，要“再行政化”“再国有化”呢？

在这个时候，我们有必要把眼光放得长远一些，要避免重蹈二战结束后的错误选择，不要因为一时一刻的短期经历轻易得出一般性结论。“花别人的钱不心疼，花自己的钱才心疼”是委托代理问题出现并存在的基本人性条件。如果说2008年金融危机或者任何经济危机都源自委托代理链条所必然带来的利益扭曲，那么由政府代替市场不可能消灭金融危机和经济危机，因为政府权力体系所包含的委托代理链自身的问题，比市场主体即公司的委托代理问题，有过之而无不及。所以，解决现代市场交易链条太长所带来的危机的办法，不应该是由政府取代市场，因为不管是在美国，还是在其他国家，针对政府权力体系所包含的委托代理问题的规制机制，都还远不如规制公司中委托代理问题的机制来得可靠，后者的问题毕竟还可以依赖广大市场参与者的压力来解决。

不过，今天我希望从另一个角度来解读市场经济，解读市场发展对人类社会的贡献，那就是，市场的发展是如何把“人”从传统的“工具”约束、从“不自由”的处境中解放出来的。以往，在中国的语境下讨论“市场化”，我们都不知不觉地从相对于政府权力的角度来理解市场化，也就是在资源配置的过程中，市场化等于去行政化。相对于政府权力而言的市场化，大家已经谈得很多，我在这里就不多说了。

商业文明的兴起如何改变传统婚姻与家庭的功能

在中国和整个人类历史中，由政府权力全面管制经济毕竟时间很短，是近现代以来的事情，至少不是人类历史的主旋律。而从更长的人类历史看，市场化的发展、商业文明的兴起，主要是针对制约个人自由、压制人性的传统社会体系而言的。之所以这样讲，是因为在现代政府或现代市场主导资源配置之前，人类社会的资源配置主要是由既非行政权力又非市场的社团组织来完成的，包括家、家族、宗族、教会、寺庙、社邑、社团等。商业发展使市场成熟之后，市场不仅取代了传统社团体系，更好地实现了人际利益交换，而且把人解放出来。换言之，我们应该从更深层的人类文明进程的角度来思考市场化、商业化的发展，才能看到森林，而不受限于眼前的树木。

这话怎么讲？就以我们熟悉的“家”作为起点。在黄梅戏《天仙配》中，其经典唱段是一首男女对唱情歌《夫妻双双把家还》。这首歌流行了几十年，受到广泛欢迎，因为它代表的是中国传统农耕社会婚姻、家庭美满的最高境界。如果是这样，我们就来看看，中国人最向往的“婚

姻”“家”到底包含哪些内容。对任何人来说，没有什么比婚姻、家庭更重要，更能影响到人生的甜酸苦辣。市场化的发达或者不发达是如何对人生产生影响的？我们的核心生活内涵又是怎样受制于市场的发达程度呢？

歌一开头，“树上的鸟儿成双对，绿水青山带笑颜”，为后面更为实质的内容布景。下面“你耕田来我织布，我挑水来你浇园”，这是劳动分工、经济合作的概念。家是生产单位，即家的一个功能是经济生产上的互补与互助。婚约支持下的家，使劳动分工合作有了长期信任的基础。虽然任何两个人都可以进行劳动分工合作，但是不一定有保证合作能顺利进行的信任基础。为了强化信任，两个人、两家联姻是一种方式，甚至是传统社会里最主要的方式。成家是生产意义上的结盟，以此保证彼此的劳动优势能充分发挥，提高产量，降低产出的不确定性。

“寒窑虽破能避风雨”，从字面上理解当然是成了家，有了房子，就能遮风挡雨和取暖，但更深层的意思是，家是一个相互保障的保险体系，是成员之间跨越时空的风险交易体，好像一个内部金融市场。有了这样的无条件结盟互助，不管未来发生什么事，是刮风还是下雨，是天灾人祸还是生病年老，都不用怕！这种结盟增强了彼此抗拒风险、应对意外事件的能力，这就是家的经济风险交易功能。

“夫妻恩爱苦也甜”，体现了家的情感交流、心理安全功能。家是一种归属，夫妻间精神上的相依相连，让双方在未来即使碰上困难，也能相互安慰支持，苦也能变成甜，如此就能够达到“你我好比鸳鸯鸟，比翼双飞在人间”的美好境界。也就是说，“家”作为生产单位，涉及当下有没有足够多的物质产出，是为了今天能更好地活下去；其风险交易功能涉及未来的经济安全问题，通过“家”建立的“寒窑”来保障未来；家还涉及人的精神、心灵、心理健康和安全。

那么，商业化、市场化给上述“家”的功能带来了什么变化？“家”在如何转型？这些转型在解放个人还是在进一步限制个人的权利？

首先，我想强调，过去40年，商业文明在中国慢慢兴起，“家”作为传统意义上的生产单位正在甚至已经解体。背后的原因至少包括两个：一个是工业化和城市化，另一个是公司化发展。《夫妻双双把家还》的背景是农业生产，也是“家”作为生产单位的原始境况——一人织布，另一人耕田。在那种安排下，不仅夫妻差不多每天24小时在一起，而且父母跟子女也大多在一起，吃饭睡觉在一起，生产工作也在一起。但是，随着工业化的发展，越来越多的人离开农村进入工厂和城市，从事非农

工作。于是，“夫妻双双把家还”的情形越来越成为历史。

当然，有人会说，即使进入城市，从事非农工作，人们也可以开杂货店、开“夫妻店”餐馆，夫妻不是照样能在一起工作、生活吗？只是现在的商业领域越来越公司化、连锁化，像国美、家乐福、沃尔玛等公司已经把许多传统杂货店挤垮了，永和大王、麦当劳、星巴克等连锁餐饮公司把许多“夫妻店”挤掉，于是，越来越多的夫妻只能加入工薪队伍。因此，工业化、城市化、公司化不断把生产从“家”的功能中剥离出来，改由市场里的公司来承担。

这对“家”有什么影响？至少，夫妻在一起的时间、父母跟子女在一起的时间，会发生很大变化。我们做一个简单研究，对比1000年以前、200年以前、50年以前和现在一般夫妻每年在一起的小时数，看看这个数值发生了怎样的变化。原来没有工业化时，家作为生产单位，夫妻每天也许有20～22个小时在一起。当然，那样可能彼此厌烦的机会很多，但换个角度看，夫妻关系的紧密程度会比较高，“家”的感觉也比较强。总在一起，彼此不了解也很难。

而在工业化、城市化、公司化之后，越来越多的夫妻即使想在一起也没办法。在北京，绝大多数夫妻早晨六七点起床，匆忙吃完早点，就到各自的单位，然后晚上八九点才回到家里。我们会发现，夫妻每年在一起的小时数，在过去一个多世纪，特别是在过去30年，呈快速下降的趋势。从这个角度来理解，中国的“家”因为工业化、城市化、公司化已经发生了很大的变化，“家”作为生产单位的功能在淡化，生产单位意义上的“家”在解体。

这会带来很多挑战。比如，离婚率会上升，夫妻关系或许没有以前紧密，“家”的生产单位性质也许没有了或减弱了。但也可能出现相反的情况，夫妻之间的感情反而比以前更深了，因为原来每天24小时在一起不值得珍惜，现在在一起的时间少了，反而使彼此去思考到底怎样以新的方式巩固自己的婚姻和家庭。总之，工业化、城市化、公司化的发展在不断改变传统的婚姻和家。今天的“家”已不是我们从小长大所熟悉的“家”了。

市场经济如何把人从工具性用途中解放出来

“家”作为农耕时代的简单生产单位正在解体，但是，当商业规模或

商业复杂度达到一定程度时，以“家”“家族”为基础的商业组织还会是常态，即成“家”的目的之一仍然是建立生产单位或扩张其规模，只是所从事的生产比农业、传统商业更复杂。

我们先看一组研究数据。2008年，香港中文大学范博宏教授与两位同事做过一项研究，对象是泰国最大的150家家族企业，主要看这些家族企业掌门人的子女和亲戚的结婚对象是谁。他们收集了1991—2006年16年里的200个婚姻样本，并把这些婚姻分成三类：第一类是政商联姻，家族企业的子女的结婚对象是政府官员的子女；第二类是商业联姻，对象也是家族企业的子女；第三类是既没有权力因素，也没有商业目的，纯粹以爱情为基础的婚姻。在总样本里，33%的家族企业子女婚姻是政商联姻，商业联姻的比例是46.5%，这两项加在一起，占总样本的近80%，只有20%的婚姻是出于单纯的爱情。有意思的是，当家族企业公布子女结婚对象的消息时，如果是爱情婚姻，该家族企业的股价就没有反应，而如果结婚对象是官员或其他家族企业的子女，那么股价会上涨不少。

很明显，家族企业子女的婚姻谈不上自由，婚姻不是爱情的结果，而是为了家族商业利益去跟其他商业财团、政府官员家族联姻，因为联姻能扩大家族企业的交易机会和资源空间，降低有联姻关系家族企业间的交易成本。实际上，股市也希望企业掌门人的家族这样做。

通过观察发现，中国的香港和台湾，泰国以及亚洲其他国家和地区，子女婚姻往往成为商业联合手段，而在美国等社会这种现象已经很少了。为什么会这样？亚洲社会是否有其他选择？

答案在于市场的发达程度，更具体地讲，取决于市场交易的信用环境，即市场制度架构以及资源机会是否平等开放。如果各行业机会对谁都平等开放，商家与官员权力联姻的必要性就会下降，子女的婚姻自由也会因此而解放；如果市场上陌生企业之间的交易信用不是问题，那么商家之间就用不着通过联姻来强化它们家族企业间的信用关系。政商联姻、商业联姻是外部法治不到位、信用机制还主要依赖血缘的传统社会的产物，是市场不发达的表现。

为进一步说明这一点，我们不妨看看哪些行业的家族企业更倾向于使用政商联姻、商业联姻。范教授发现，在需要得到政府审批才能进入的行业中，家族企业子女的婚姻93%是政商联姻、商业联姻，特别是房地产与建筑业的家族企业，其子女有96%是为了商业利益去联姻，比例远高于政府管制比较少的行业。反过来看，市场化程度高的行业，家族

企业子女爱情婚姻的比例就比较高。这并不奇怪，政商联姻可以保护家族企业的利益，让自家财产不受政府权力的威胁，而跟有实力的企业家族联姻，则可以扩大未来发展前景。婚姻因利益而发生，人成为具体的交易载体。

相比之下，在今天的美国，盖茨也好，巴菲特也好，家族企业掌门人不会要求自己的子女为了家族利益而联姻。当然，西方社会在以前也用子女婚姻实现利益交换，但是随着市场契约机制的深化发展、政府管制的减少，企业家子女的婚恋就逐步解放了。发展市场交易机制，减少政府管制，不仅使交易更公平，降低陌生人之间的交易成本，而且影响到民营企业、家族企业的子女能否自由恋爱、自由结婚。市场化就是这么具体地把自由权利还给了个人。

有人说，为了家族利益，牺牲掉自己的婚姻有什么关系？对于人一辈子的幸福来说，什么最重要、最具决定性？是婚姻。它决定了你一辈子要跟谁生活，跟谁生育子女。而当婚姻是因家族利益而结成时，即便未来不幸福，也几乎没有离婚的可能，你不能说“没有感情了，所以要离婚”，因为当初就不是因爱情而结婚的。

当人际交易不是通过市场而是以人格化形式发生时，人就成了工具，人的价值由其工具价值决定。中国有句俗语，“富不过三代”，其核心原因是接班人不好找。如果由自己的孩子接班，儿子可能靠得住，但可能没什么能力，企业发展长久不了；而如果请血缘关系之外的人接管家族企业，他可能很有能力，但未必能靠得住、信得过，委托代理问题可能会比较严重。“富不过三代”的问题不仅仅在中国有，其他社会也有，这是由人的本性决定的。

我们知道，在过去一个多世纪里，西方社会发展出了职业经理人市场，让家族企业创始人不用只在子女中找接班人，不用任人唯亲，而可以通过契约关系以及相配的法治架构，到社会中广泛招聘，任人唯能。这样一来，企业创始人的子女可以凭自己的兴趣自由选择职业，不至于除了父辈的企业不能有其他选择，也不至于因父辈事业的成功而失去自由。

美国职业经理人市场的发展还是近代的事，在此之前，其他社会也演化出过解决企业传承问题的变通办法。在日本，三井集团创始人三井高俊有一句名言：“我宁可要女儿也不要儿子，因为有了女儿我可以挑选儿子。”他认为，儿子尽管可靠但可能没能力，如果有了女儿，他就可以选择女婿。接着，他改革了日本家族企业的传承方式，即儿子并不一定

成为接班人，企业掌门人会在儿子和公司有能力的年轻人中间挑选一个；如果他选中的不是亲生儿子，就让女儿先嫁给被选中的年轻人，等女儿结婚一年后，再举行仪式，让女婿改姓三井，并由女婿宣誓作为三井家的养子，宣誓会为了三井家族的利益而尽最大的努力。之后，家族公司就由“女婿养子”执掌。

加拿大阿尔伯塔大学的兰德尔·默克（Randall Morck）教授和他的同事做了一个研究，主要看日本公司在二战之后哪种类型公司的业绩最好。第一类公司的掌门人是企业创始人的儿子，就像中国的家族企业一样；第二类企业的掌门人是外面请来的职业经理；第三类是由“女婿养子”管理的企业。研究结果是：“女婿养子”管理的公司业绩最好，其次是职业经理人管理的公司，最不好的是儿子管理的公司。这些结论，或许对中国的民营家族企业有一些启示。

松下集团之前的掌门人松下正治在血缘上不是真正松下家族的人，三井集团从1673年到现在有好几个掌门人不是三井家族的，丰田公司也是这样。

“女婿养子”比较好地解决了企业传承的问题，通过仪式把女婿收为养子，达到“双保险”的效果，这样既靠得住，又有能力。但是，当我跟女儿讲这个故事时，她的第一反应是：那他女儿的幸福怎么办呢？她觉得这样做太残忍了，不能接受，因为女儿为了家族企业的利益而被当成工具，要牺牲自己一辈子的幸福。

当职业经理人市场不发达，或者说在市场制度还不完善的时候，子女往往会被迫成为工具，牺牲自己一辈子的幸福。

今天在中国，许多知识分子对经济学家不满，因为他们认为经济学家过于迷恋市场，而市场不是万能的。市场当然不是万能的，世界上没有万能的东西。只是，从上面这些具体事例和数据我们可以看到，当把注意力放到具体的人类活动和传统习俗上时，方方面面的市场化细节正在把个人从各类工具性用途中解放出来。所以，市场化、公司化不是坏事，恰恰相反，市场经济带给人类自由。

金融市场如何解放个人

上面谈到，市场化、商业化的发展已经改变了“家”作为生产单位的功能，但在交易复杂度高，因而对信用依赖度高的领域，“家”和“人”还

在继续被当作工具用，“家”仍然是生产单位，只是其程度随着市场化的深入而不断减弱。

接下来，我们讨论“家”的金融交易功能的变迁，重点看外部金融市场的发展如何改变社会结构、社会文化，主题依然是市场经济如何给个人带来自由，只是把注意力放在金融市场上。

几乎在所有传统社会中，“家”都是最原始、自然的生产单位，因为生产需要投资，而投资就涉及价值的跨期配置问题，即把今天的价值节省下来投入项目，等到未来的某个时候再获取回报。这样又涉及跨期信用问题：人们如何才会愿意投资，如何才能放心投资呢？其他人今后违约不认账或者耍赖怎么办？所以，企业基于什么组建、如何组建，实际上是一个如何安排跨期价值配置、保障跨期价值配置的问题，而基于婚约和血缘的家和家族，是一个古老又不允许有选择的共同体，以它为基础来实现和保障跨期价值配置，当属自然。

围绕生产单位、企业的跨期利益安排（为了解决人的物质生产问题），只是许多潜在的跨期价值配置交易中的一种形式，实际上还存在许多其他种类，比如养老金、保险、借贷、证券投资等，它们不涉及生产、实业投资，而是更单纯的围绕价值、风险的跨期交易（为了解决人未来的经济安全问题）。以养老为例，一般是人在年轻时多存钱、多投入，等老了退休不能赚钱后再从原来的投资中得到回报。这是非常典型的跨期价值配置，或者说是最原始的跨期风险交易品种。这种跨期交易的违约风险很高，投无所报的情况极容易发生，于是就有了“家”的风险交易功能，尤其是通过养子来防老的安排，即壮年生子，钱花其身，供其长大，等自己老了，恰逢儿子壮年之时，儿子的回报正好供养老之用。这就是我们熟悉的人格化的“养子防老”的金融安排。

除了“家”可以作为养老交易体系，人类社会还发展出了其他三种养老交易体系：其一是基于宗教的寺庙和教会、民间社邑等；其二是我们熟悉的非人格化金融市场，如养老基金、投资基金、人寿年金；其三就是近代出现的政府养老保障体系。

每种交易体系都有一套相配的文化体系，都有它建立、维系和巩固交易信用的基础。前面说过，基于“家”的风险交易体系之所以比较可靠，是因为其基础是血缘和婚姻，而血缘关系是天生的，所以最为牢靠。再辅以一套类似“三纲五常”这样的刚性文化体系，把每个人在社会中的位置按照名分等级固定下来，约束其行为规范，社会结构没有自由流动的余地，于是整个社会基于血缘体系进行跨期价值交换，生病、养

老等保障就有相当的可靠度了，生存意义上的交易风险就不多了。

第一种跨期交易安排是基于社团组织的跨期互助体系，也不是以明码标价的方式进行人际跨期利益交换，其建立并维系信用、保障“回报”的基础一般是某种具有凝聚力的东西，比如共同信仰、同乡、同姓、共同理想。以基督教教会为例，它以共同的宗教信仰为基础，加上做礼拜等有形和无形的安排，使这套体系的凝聚力极强，2000多年不衰。而教会时常给教徒提供类金融服务，比如，在现代金融发展之前的中世纪，教会允许壮年夫妇提前签约，承诺在夫妇都去世后，其房产、地产等财产的所有权归于教会，相应地，在他们有生之年，教会要给他们在生活上、经济上提供支持。从效果上看，这种安排等同于现代保险公司出售的人寿年金。

在中国历史上，超越血缘的社会互助组织相对不够发达，有较多记载的是唐朝的社邑，像女子互助性的社邑、红白喜事社邑等。宋朝的义庄还是以血缘宗族为主。到了明清，社会互助组织稍微多一些。比如，广东等南方地区的“自梳女”“姑婆屋”组织，虽然跟佛教有关系，但主要还是为十几岁就选择不嫁人的女子提供一辈子的生活保障体系。这样，选择不嫁人的自梳女可以十几岁搬进姑婆屋，在那里吃住、劳动，此后所有的劳动所得都属于姑婆屋，供养其他年长、病残的自梳女，等到今天进去的自梳女也老了后，未来的年轻自梳女要给她们以保障。就这样，一代一代的自梳女就能实现彼此相互支持，只是她们之间的价值交换是跨时间的，姑婆屋就成了具体完成这种金融交换的社团机构，从本质上类似于金融市场交易。但是，正因为中国以往超越血缘的社团组织总体不是很发达，从某种意义上，相对于伊斯兰教和基督教社会的人，儒家文化之下的人除了家、家族，没有太多可供选择的信得过的互助体，风险相对过于集中。

第二种跨期交易安排就是金融市场，全社会的人都可参与，交易产品明码标价，每笔交易以货币结算，其交易组织不是基于血缘，也不是基于宗教或其他信仰，而是每个参与者追求显性利润的最大化。因此，它的信用支持体系很难建立，失约、违约会时常发生，它需要公平、公正、透明的契约法治体系的支持，与其配套的是法治文化。

第三种跨期交易安排是政府社会保障体系，支持这种安排的信用保障体系是国家的强制力，即立法、行政与司法。正因为这种交易体系的组织不是基于血缘、共同信仰或者利润最大化，而是基于政府权力，所以，其腐败空间和因此带给社会的交易成本也会很高，浪费严重。计划

经济、福利国家的教训证明了这一点。

既然我们可以依赖血缘家族体系（宗族文化），可以依赖基于宗教的社团组织（宗教文化），或者基于某种共同志向建立的非血缘社团组织，也可以依赖政府权力（官文化），还可以依赖市场（法治文化），来实现人与人之间的跨期价值交易，那么，到底哪种安排更好？为什么有些安排会更糟呢？正因为每种安排要求有配套的社会文化支持，其带来的文明性质也不同。基于市场的安排带来的是商业文明、契约法治文化，而基于政府权力的人际跨期价值配置体系培养的是官本位文化，是抑制个人权利的权力文明。就像西方在中世纪所经历的那样，基于教会的跨期利益交换体系会压制个人自由，压制个人信仰的选择权利。

很多人说，既然儒家的“家”也可以实现今天金融市场所能做的经济安全保障，为什么还要市场化改革和金融市场的发展？问题是，通过“养子防老”人格化安排达到经济安全，这种互助体系必然要延伸出很多压制个人自由、把人当工具而不完全当人的风俗和规范，必然要牺牲人的尊严。

例如，休妻制。在今天的中国已经没有休妻制了，但是至少从汉朝开始，满足七条理由之一就可以合法地把妻子休掉，这对女士来说非常不公平。

唐律“七出”理由中，第一条就是不能生子。为什么呢？“养子防老”是依靠儿子来实现未来经济安全，妻子必须能生儿子，否则整个家里长辈未来的安全就没有保障了。所谓“不孝有三，无后为大”，所有的不孝中居首位的就是不能生儿子。二是淫泆，三不事舅姑，四口舌，五盗窃，六妒忌，七恶疾。

比如，如果妻子妒忌心太强，那么丈夫怎么纳妾？实际上，当一个社会只能依赖子女来养老、避险，那么一夫多妻是必然的制度。因为在一夫一妻的制度下，妻子有可能不能生育；即使能生育，也可能只生女儿；即使能生儿子，也可能只生一个或者两个。在过去的社会里婴儿死亡率很高，生一两个儿子还是不够安全，所以，就有了休妻的法律和传统。

一夫多妻制在人类历史上被绝大多数社会采用，或许道理也在这里，因为金融市场只是到近代才发展起来的。我看过一份人类学研究报告，这份研究是基于对今天849个不同社会的调查，这里说的社会是文化意义上而非政治意义上的社会。研究发现，其中708个社会今天还是

一夫多妻制，一夫一妻制的社会有137个，只有4个社会正好反过来，是一妻多夫制。

这种研究发现不奇怪，实际上，在100年前，实行一夫一妻制的社会可能不到100个。在相配的金融市场没跟上，也没有政府提供的社会保障体系之前，当基于宗教的超越血缘的社会互助体系也不是非常广泛的时候，即使从愿望上要终结一夫多妻制，也很难实现，因为今天终结了，明天可能还要恢复。

那么，一夫多妻制首先从哪里开始终结的呢？最早以一夫一妻制约束社会的是古罗马。而基督教在公元4世纪前，其教徒可以一夫多妻。后来，罗马帝国君士坦丁一世就任后，于公元4世纪接受基督教为罗马国教，并使罗马城变成基督教世界的首府。随着基督教的罗马化，古罗马社会的一夫一妻制也慢慢成为基督教的官方主张。罗马教皇从那个时候开始，慢慢要求在西欧各地的基督教徒不要娶很多妻子，要争取做到一夫一妻制。到公元6世纪，基督教世界基本上只容许一夫一妻。但在美国的一些地方，摩门教还曾允许一夫多妻，主要是摩门教认为原来在《圣经·旧约》里并没有说只能一夫一妻，而且其中还有一个男子娶多个妻子的故事。他们认为，之所以今天的基督教社会只允许一夫一妻，主要是因为公元4世纪基督教被罗马化了，他们认为这改变了基督教的初衷。

但退一步讲，公元4世纪基督教接受并推广一夫一妻制，实际上使西方社会的家庭规模越来越小，家族越来越不兴旺，这变相逼着西方人不能只靠血缘家族达到安全保障，而是要更多地依赖教会这个人际互助体系，这当然加强了基督教在西方社会中的作用和地位。

一旦实行一夫一妻制，家庭没儿子的概率会上升，养子防老日益不可靠。虽然人们可以依赖教会提供的经济和精神互助，但到一定时候，人们还是会发现保障不够。这也恰恰是金融市场会在基督教世界里发展起来的原因之一：经过了几百年的一夫一妻制，西方家庭逐渐缩小，教会提供的经济安全还是不够高。所以，现代金融13世纪出现在西欧，或许并非偶然。

一夫多妻制在中国真正结束是在20世纪50年代。与世界其他国家一样，一夫多妻制历来是中国社会的传统。如果大家都靠子女这种人格化的交易工具规避生老病残的经济风险，那就必须容许男人纳多个妾，也就是说不把鸡蛋都放在一个篮子里。多个妻妾可以生多个儿子，未来的经济风险就小了，多子多福！

以前，我们总喜欢用“旧社会”来形容、解释过去的社会现象，但是，每一种过去的风俗和习惯都有它内在的原因，尤其是经济上的原因。比如，为什么有“典妻”“租妻”的传统？前面说过，在“养子防老”体系下，一夫多妻制是一种必然结果。但是，并非所有家庭都有钱娶多个妻妾，所以，就有了“典妻”“租妻”以及妻妾买卖的交易市场。我们看到，之所以有这些历史传统和风俗，很重要的原因是过去的商业文明不发达，金融市场不存在或不发达。

“过去的人值几个钱”这话听起来让人不舒服，因为它隐含着人可以作为商品来交易的假设。但是，在人是主要甚至唯一的生活安全保障的社会里，人的买卖交易是正常的事。王跃生教授有一本著作《十八世纪中国婚姻家庭研究》，我非常喜欢，书中有4张表，反映了从乾隆后期的1781—1791年4种不同女子的交易价格，她们分别是童养媳、初婚少女、再嫁寡妇、被卖掉的妻子。童养媳的平均交易价是10两白银，初婚女子是12两白银，再嫁寡妇是13~15两白银，被卖掉的妻子平均价最高，是21.58两白银。

为什么妻子和寡妇被卖掉时反而比15~20岁的初婚少女价格更高？被卖妻子的价格相当于初婚女子价格的两倍，这一价差从某种意义上反映的是情感溢价。在妻子被卖时，决定价格的是婆婆和丈夫，如果丈夫和婆婆对这个妻子有感情，可能不太会把妻子卖掉。所以，丈夫和婆婆在卖妻时，肯定以最高价格作为追求目标。对于被卖掉的妻子和被卖掉的寡妇来说，买方出价越高对她越不利。因为未来的丈夫出的价越高，他今后用妻妾用得会越狠。而当父母让女儿嫁出去时，在彩礼谈判过程中因为感情的因素，价格最大化不一定是目标，因为亲生父母可能会觉得，如果要的彩礼太高，女儿嫁过去后的日子可能会很难过。寡妇被卖掉时，谈判的往往是婆婆和死去丈夫的兄弟，他们也会把价格谈得很高。

用子女作为交易工具以实现安全，不仅会把人变成商品，也必然给人口带来膨胀的压力。相反，如果金融市场很发达，就不需要靠多生子女规避生老病残带来的经济风险，大家庭就不再是社会的理想，人口增长压力就会减小，因为反正可以靠市场满足风险交易需要。这也从另一个方面说明为什么在今天的世界上，市场不发达的穷国，人口总在不断增长，而在市场发达的国家，人口增长慢，甚至出现负增长。

市场经济是个人自由的基础

中国的“家”正在转型。随着市场化的深入，商业文明正在中国社会落地、扎根。而在商业文明架构下，家的“生产单位”功能尽管还存在，但日益弱化，其风险交易、跨期价值配置功能正在被金融市场取代，可以由市场完成的人际利益交换正在由市场来完成。可以说，市场正在取代“家”的许多传统经济功能。与此同时，中国人的婚姻和“家”的定位正在向感情功能集中。换言之，在以前，结婚并非全然是爱情的结果，更多是利益的交换，但随着各类市场的发展，特别是金融市场的发展，人们用不着为生老病残的安全保障而去跟一个自己不爱的人结婚，因为越来越多的经济需要通过市场就能解决。

回头看当初的五四运动，年轻知识分子呼吁自由解放，但当时的知识分子很少意识到市场经济是实现他们要追求的理想的基础。他们更多是从价值观念、文化愿景的角度，表达了对自由、平等、权利的呼唤，但并没有充分认识到实现这些愿景的经济制度基础。从前面的讨论中我们看到，如果没有金融市场替代传统的家庭互助，帮助人们实现人与人之间的风险交易，保障未来的生活需要，那么，“家”作为风险交易体系的传统安排就不可能被放弃。从长远讲，市场经济的发展除了让GDP增长更快、使资源更有效利用之外，更重要、更根本的贡献，是把个人从工具中解放出来，让个人更有权利和尊严。

所以，商业文明、公司化、市场化是非常好的发展趋势。许多学者指责经济学人，说经济学者只顾市场、只顾经济增长，而不在乎人文价值。我觉得自己恰恰是太在乎人文价值而感到人类社会离不开市场经济；如果离开市场经济，不管是靠“三纲五常”体系，还是靠计划，抑或是靠以宗教教会为基础的安全保障体系，都要求你牺牲个人，让出你的自由空间，或是服从政治领导，或是服从宗教领导，或是服从“三纲五常”之下的家族权威，这些都通向个人不自由之路。相对而言，市场经济最核心的原则是个人自由选择，不是威权压力下的被迫接受，所以，通过市场实现互通有无的安排，个人所要牺牲的权利最少。

---

[1] 原文发表于《经济观察报》，2010年5月1日。有删改。

第2章

货币化与自由[1]

货币化使人类脱离野蛮，走向文明，也促使个人自由不断扩大——这一道理虽然概括了人类文明史的主旋律，却并非广为人知，也不同于我们传统文化中根深蒂固的“钱财如粪土，仁义值千金”的观念以及各类教科书的要义。

虽然我们的文化观念和教科书世界排斥货币化，现实中国却是：货币在日常生活中不可或缺，离开货币寸步难行。特别是随着城市化的深入、专业分工的细化，人们离开了乡村田野，从事越来越细、越来越窄的工作，吃饭、穿衣、住房、交通，几乎没一样是自给自足的，都需要用钱交换而获得。人们在社会交换中也越来越以金钱为衡量标准，基于义气、友情的交换越来越少，人人都在追求货币财富的最大化。

我们一般用广义货币（M2）与GDP的比值，也就是在全部经济交易中以货币为媒介进行的交易所占的比重，来粗略衡量一个社会的货币化水平。通常来说，该比值越大，说明经济货币化的程度越高。1978年，中国M2与GDP的比值为0.38，但到2013年，M2超过100万亿元，几乎是GDP的2倍，中国社会的货币化水平在30多年里大大提升。

那么，中国社会的快速货币化及人类社会总体的货币化趋势，是偶然还是必然？货币化的深入，我们是喜还是忧？货币化到底是催生个人自由，还是导致奴役或是万恶之源？如果货币化真的像传统观念所认为的那么坏，为什么中国社会在货币化不断深入的同时，人的自由和社会的文明程度还在不断上升呢？货币化是否是人类社会走向文明不可或缺的进程？弄清这些问题，对中国社会的进一步发展至关重要。

货币化催生人类文明

衡量文明程度最基本也最具体的指标是：当人与人之间出现分歧或发生冲突时，是用野蛮暴力还是用和平手段解决。社会越是野蛮不讲理，纠纷发生频率会越高，人们也就越倾向于用暴力解决纠纷，规范秩序；暴力纠纷越多，命案发生率必然越高。因此，命案发生率是一个反

映社会诉诸暴力配置资源、解决纠纷的指标之一。也就是说，如果两个社会里任何暴力纠纷最终导致一方被打死的概率分布基本相当，那么，在两个社会其他方面都相同的情况下，命案发生率高，则意味着这个社会的人更倾向于用暴力解决纠纷，是更为野蛮的社会。暴力发生率、命案发生率反映了一个社会的野蛮程度。据史学家估算，在16世纪之前的1000年里，欧洲命案发生率虽有少许下降，但基本停留在每年每万人中有5~10人死于暴力纠纷（不含战争死亡）；从16世纪初开始，诉诸暴力解决纠纷的倾向持续减弱，命案发生率呈逐年下降趋势；至20世纪初期，命案发生率降到每年每百万人有5~10人死于暴力的水平，为4个世纪之前的1%。也就是说，在那400多年的历史中，欧洲人用暴力解决问题的倾向大幅下降，表现得越来越“文明”。如果细看，史学家曼纽尔·艾斯纳发现，暴力所致的命案率最早在14世纪的英国、荷兰等西欧洲国家开始下降，而在市场发展相对落后的东欧，命案率要等到18世纪才最终明显下降。

在欧洲之外的其他国家，暴力发生率、命案发生率下降的历程则启动得更晚。比如，据笔者和彭凯翔、朱礼军对清朝中国的研究，中国的命案率大约是鸦片战争之后才开始稳步下降，逐步重复了西欧国家在之前三个多世纪的经历。

那么，是什么动力先在西欧后在其他国家推动人类走出野蛮、迈向文明？这跟货币化、市场化或商业化又有什么关系？基于货币的人际交换的确是冷冰冰的，也可能导致人人都“向钱看”，我们都不喜欢那样的社会。可是，人与人之间的合作和交易、社会资源的配置如果不是基于货币，也必然会基于其他指标或价值度量体系。那么，规范社会关系、维系社会秩序的其他指标是否就比货币更好？下面我们来谈谈这个话题。

人的本性是追求自我利益的最大化，包括物质、权力、地位、名誉，以及各类机会等。但问题是，资源是有限的。这就出现了矛盾，不可能每个人的欲望都被全面满足，不可能谁都做一把手，不可能每个人的社会地位都最高、每个人都坐头等舱，升官、发财、就学、就医等机会也不可能绝对平等。这些有限的资源、地位、机会必须靠某种指标和某种机制来配置，来决定谁多得、谁少得，也由此规范人与人的交换关系、分配关系、社会关系。在这个意义上，任何资源配置格局都代表一种秩序，只是在不同社会里，决定秩序即资源配置格局的坐标会不同。

规范社会关系与资源配置的最原始也最简单的方式是暴力。原始社

会是看谁的武器最具杀伤力，同时也要看谁最敢使用暴力、杀人不眨眼。暴力最强同时也最能使用暴力的人是那个社会的老大，地位最高，享受方方面面的资源也最多，暴力能力次之、暴力意愿次之的，在地位、机会与资源享受方面也是次之，其他依此类推。就这样，基于暴力的社会秩序形成了，它不仅决定社会结构、人与人之间的关系，而且决定了有限资源在不同人之间的配置结构。这种社会虽然野蛮，但也是一种社会秩序，它不认钱、不认宗教，只认暴力关系，暴力的溢价最高，所以，历史上在那种社会里死于暴力的人比例很高。

第二种方式是一切基于行政权力。比如，在过去苏联模式的体制中，火车与飞机的头等舱、公务舱、经济舱等，按行政级别决定谁能坐、谁不能坐，而不是根据货币价格，也不是基于简单暴力能力。医院也按行政级别设立不同部门，提供相应级别的医疗服务。住房也按行政级别，而不是根据货币价格决定。行政级别代替了货币，社会地位也跟行政级别捆绑在一起。除了按级别决定资源配置，其他没有“以级别定价”的东西都由掌权者裁量决定。

在这样的体系里，没有“货币价格”和“自由选择”这类术语。基于行政权力的社会结构和资源配置是一种以合法暴力为后盾的秩序。也就是说，行政权力实际上也是基于暴力的，只是其背后是政府独有的合法暴力，而不是非法野蛮暴力，但合法暴力毕竟也是暴力。因此，靠行政权力建立并维系的资源配置方式是一种强制关系，而非自愿或自由选择。

第三种方式是基于血缘关系决定资源的配置。比如，我的家族拥有的山和土地、财产、生产的粮食、圈养的牲口家禽，按照“五服”原则在家族中分配，血缘关系越近，分配得到的越多。我获得的收入可能先要供奉祖父、父亲、兄长等，然后才是自己和孩子。当整个社会都依据血缘、代际、年龄、性别分配和分享资源时，一种基于非货币、非野蛮暴力的社会结构、资源配置秩序就形成了。当然，也可以基于宗教信仰来规范社会秩序与资源配置，道理跟基于血缘的资源配置类似，只是所依据的是宗教关系而不是血缘关系。我们到后面再讨论基于血缘和宗教的秩序，这里暂且集中比较基于暴力和基于货币的社会秩序。

第四种方式就是基于货币价格配置资源。什么都明码标价，谁出价高谁就获得资源。在经济领域，货币化显然是专业分工得以细化的前提，否则农民的粮食和老师的知识之间就没有共同价值标准，没有定价标准就难以交换，没有交换就难以深化发展。

在社会层面，以货币规范的秩序有以下四项基本特征。

第一，自愿交易，即基于交易各方的自由选择，基于各方平等权利的交换。它不像基于暴力、血缘或宗教的配置关系中一方或几方是被动强制的。既然是自愿交易，不管结果如何，双方都不太有怨恨，没有怨恨就不易导致暴力纠纷。相反，基于强制的非自愿配置多数以压制一方的权利为基础，往往引发不满，有不满就会有怨恨，压制越强，怨恨越深，以暴力反制的倾向就越强。因此，货币化、市场化的配置安排相对更能逐步导向和平与文明。

第二，等价交换。谁多得、谁少得由他付出的或创造的价值决定，而不是基于他的暴力能力、行政级别或者血缘亲疏。这就意味着在货币化的社会里，能出高价的人一般会是价值创造能力强的人，因此资源配置效率会更高，让人力、物力、资源总能配置到价值最高、对社会最有益的地方，这当然最有利于社会进步。这就是为什么市场化的社会跟基于暴力、血缘或宗教的社会相比，前者更能进步发展，而后者可以数百年、数千年固化不变，死水一潭。

第三，正由于货币化社会里利益交换、资源配置是基于自由自愿，私有财产必然得到充分保护，不能被权力或暴力随意强制（否则交易或配置就不是基于自愿了），因此这样的社会更能促进法治并推演出制约政府权力的制度体系，也更能激励创业创新，恒产才能恒心。

第四，货币是中性的，不包含身份符号、地位符号、年龄符号、代际符号、血缘符号或权力信息。一个清洁工的100元跟部长、总统或亿万富翁的100元没有区别，购买力一样。因此真正货币化的社会里人与人之间更加平等，社会结构更加扁平。

我们以战争为例来理解为什么基于货币化的市场交易促进了世界和平，推动了文明进程。在人类历史上，战争暴力是获得领土、占有资源的一贯手段，甚至是唯一手段。在今天的全球化世界里，战争当然还可以是获取领土的手段，但也可以通过跨国并购获得土地。如果你想要更多土地，就可以花钱到美国得克萨斯等州、加拿大的蒙特利尔等省、巴西的各州去买；你如果喜欢这些国家的岛屿，也可以花钱去买。买到之后，你能够像当地公民一样支配自己买到的土地或岛屿，享有充分的土地财产权。你可以用它来种植粮食、蔬菜；可以办工厂；可以盖房子；也可以让它抛荒，什么都不做。如果当地政府无理刁难你，你还可以像当地人一样去起诉它。

我们看到，一种是靠暴力战争获得土地，另一种是靠自愿谈判通过货币交易获得土地，尽管结果一样，都获得了土地的产权和使用权，但

前一种方式导致以暴制暴的恶性循环，使世界趋于暴力、走回野蛮，而后一种方式是一方交钱、一方交地的自愿交易，即使有一方事后觉得自己吃亏或者出现纠纷，也不一定怨气冲天，因为是自己自愿签约而非强制交易，顶多会诉诸法院，以文明手段解决纠纷。货币化就是这样催化人类文明，让社会秩序更多地基于规则，而不是动不动就动刀动枪。

了解这一点后，我们就不难理解为什么西欧国家先于世界其他国家，从15、16世纪开始命案发生率逐步下降。历史学界一般认为，人类现代化的萌芽于14—15世纪发生在意大利、荷兰、比利时、英国的商业革命，而商业革命的核心是货币化交易的内容与地理范围的双重扩张，也就是让更多东西、更多资源成为商品，不仅在本国，而且跨越国界，在更大范围内以货币化方式进行交易。商人的跨群体、跨地区、跨国界的交易，给欧洲人展示了货币化交易能促进正义、消除怨恨、带来和平。商业革命渐渐地激发了文艺复兴，让人们重新回归理性和思索，反思“人为什么是人”“人类如何才走出野蛮”这样的问题。

著名德国社会学家诺贝特·埃利亚斯（Nobert Elias）在其经典著作《文明的进程》中指出，西欧在14、15世纪开启的市场化发展，催生了对私有财产和契约权益保护体制的需要，这种需要进而促成现代政府的出现，由政府通过合法暴力维护产权规则与契约关系，给货币化交易提供制度保障，由此促使人们更愿意选择文明化的秩序关系，而不是选择暴力。因此，货币化发展以及由此引发的文艺复兴是命案发生率在15世纪后逐步下降的根本原因，也是西欧走向文明的催化剂。正因为东欧、伊斯兰世界及亚洲到18世纪甚至19世纪才加入货币化、市场化发展的行列，这些国家的命案率和一般暴力发生频率要到最近的两个世纪才呈下降趋势。

一个社会要想走出野蛮、减少暴力，前提必须是社会越来越趋向正义，而正义的前提又是社会中资源配置、利益交换都基于自愿交易与自由选择，而非强制。由于货币化、市场化配置资源的前提是自愿交易与自由选择，所以我们可以说，货币化催生文明，也催生和平。

没有货币化的社会不自由

在现代市场经济出现之前，对货币的误解甚至妖魔化不只发生在中国，而且普遍存在于世界各个国家、各个社会。我们熟悉的许多经典著作都深含对货币的敌意。《水浒传》中，李逵以仗义疏财著称，一百零

八个好汉个个只认义气不认钱，所以，小说中几乎不谈宋江一年赚多少银子，李逵带了多少贯铜钱外出，等等。

实际上，始于战国时期的“义利之争”就显示出了两个不同的社会愿景。一个以“义”规范人际关系和社会秩序，以亲情友情、信仰价值和纲常规则来配置资源以及实现人际互通有无。孔子说，“君子义以为质”（《论语·卫灵公》），即君子立身行事应以道义为根本，道义价值重于物质利益。孔子还指出，“君子义以为上”（《论语·阳货》）。另一个愿景主张以利益追求规范人际关系，建立社会秩序，具体体现为以明码标价的货币化交易达到资源配置的目的。在中国历史上，每当商业化进程有些起色时，士大夫就对人们越来越“向钱看”感到不习惯，就会引发新一轮“义利之争”：到底是什么都“向钱看”、由追求利益最大化的货币交易来规范，还是重回温情脉脉的“义气”社会？不管是汉朝、宋朝、明朝还是清朝，都重复过类似的辩论，可每次“义利之争”都以“义”胜利告终，让刚刚起步的货币化进程倒退回去，延续并强化儒家的轻商传统，排斥货币。

在西方，至少从基督教出现时开始，也排斥货币化。基督教的根本主张是天下众人皆为兄弟姐妹，基于兄弟情谊、基于义的彼此互通有无和相互帮助是应该的，不能逐利，要像《水浒传》一百零八个好汉一样“只认义气不认钱”。基督教对货币化规范社会关系的排斥，具体表现之一是对放贷利息的禁止。《圣经·旧约》的《申命记》第23章第19段：“你借给你兄弟的，或是钱财或是粮食，无论什么可生利的物，都不可取利。”第20段：“借给外邦人可以取利，只是借给你弟兄不可取利。这样，耶和华你神必在你所去得为业的地上和你手里所办的一切事上赐福与你。”也就是说，如果把钱或物借给“兄弟”，是不可以收任何利息的，只有借给“外邦人”或“陌生人”才可收利息。而基督教从一开始就对“兄弟”的解读非常广泛：任何人只要不是敌人，不管是否为基督教徒，在上帝面前都是“兄弟”，所以，都应该无偿给予帮助，包括借贷时不能收息。到16世纪新教革命之前，基督教对《圣经·旧约》这两段的解读基本奠定了西方社会的核心商业伦理：正因为天下几乎所有人都是兄弟，而帮助兄弟是不能求利的，所以，人与人之间的关系不能用货币利益规范；否则，就是违背上帝的意旨，死后会被打入地狱。也正因为这一宗教上的阻力，西方社会要等到16世纪中期的新教革命后才对这一状况进行修正，使借贷利息、货币化、金融市场逐步得到解放，让市场化不再受到宗教限制。

在中东，从穆罕默德于公元7世纪创立伊斯兰教至今，《古兰经》明确禁止有息放贷，其道理跟之前基督教禁止有息放贷、儒家抑商的道理一样，就是要以兄弟友情而不是以货币交易规范人际关系、配置资源，即按照前面谈到的第三种方式规范人际关系，建立社会秩序。不同的是，基督教社会在15、16世纪经历了一系列对于商业伦理的反思与改革，而伊斯兰教还没有过类似的改革，至今还在教义上抑制货币化。

正因为人类过去鄙视谈钱，在现实生活中，至少表面上不需要钱也能活。汉唐宋明时，中国人可能许多天，甚至许多个月，都用不着花钱（也没那么多货币供应），即使在民国时期也基本如此。美国是今天公认的最货币化的社会，但当初并非这样。美国立国之初的1800年前后，全国货币供应大约仅为2800万美元。那时候，许多美国人连续几个星期都看不到1美元。到1900年，美国货币供应量上升到25亿美元，而今天单算基础货币也达3.8万亿美元。

我们看到，从文化价值取向、宗教上抑制货币化的结果，是社会中货币供应少，对钱的依赖度也少。可是，货币的供应与需求被压制了并不意味着社会中人们本来可以靠货币化解决的问题就消失了，这就迫使社会要找到其他变通的办法，或者干脆在个人自由、社会发展进程等方面做出牺牲，以这些牺牲换取“只认义气不认钱”的价值偏好。

对于1962年出生的我，小学时整个经济与政治制度都反货币化，行政权力全面取代市场，货币的通货性达到历史新低。那时候我在湖南茶陵乡下，父亲是生产大队干部，经常出差。每次出差，他不是带上钱，而是带上几斤或几十斤米、几斤菜，还有被子、席子等。回头想想，当外出时必须自带粮菜、被子，而不是具有通货性质的货币，一个人怎么可能旅行太久、远走高飞呢？由此可见，一个不允许把物品与服务货币化的社会，人的生存就跟具体的生活资料捆绑在一起，而物品沉重，易腐易损，流动性远低于货币。低货币化，实质效果是限制了人的自由度，约束了每个人的自由空间，想远走高飞是不太可能的。

一般来讲，纯粹的货币，即钱，是流动性最好的价值载体，是身份中性、地位中性、非人格化、跨地区通行的“通货”，货币不跟具体的人捆在一起。在全面货币化、“只讲钱”的社会里，100元人民币的购买力价值跟持有人的身份、地位、血统、年龄无关。而这些“中性”从本质上给了持有货币的人以自由：没有身份、没有地位、没有血统也不妨碍持有者用这100元钱去换取等价的东西。

物质则不同，比如米、菜、被子、席子等，一方面，其重量、体

积、易腐烂性等物理与化学特征限制了运输距离与保质时间，削弱了其流动性；另一方面，在没有被交换成货币之前，物品不是“通货”，而是跟拥有的具体个人连在一起，具有太多人格化成分。我们会说“这是张三的米”“那是李四的菜”，而人民币上没有持有人的名字。也就是说，如果“张三的米”“李四的菜”可以被交换成通货性货币，而且能得到张三、李四认为合理的价格，那么，跟张三只能带自己的米、李四只能带自己的菜相比，张三、李四就会获得更多的自由。物品被货币化的过程就是增加其主人自由的过程，货币化使生产者跟他的产品实现人格脱钩，进而获得更多自由。

既然货币化这么好，那么，为什么我父亲他们必须自带粮食、被子，而不能带钱远行呢？因为那时候还是计划经济。你可以有粮食等“东西”，但东西不能被交换成钱，“资本主义尾巴”都被割掉了。由于是计划经济，生活物资仅用钱买不到，还要凭“粮票”“油票”“肥皂票”“火柴票”“糖票”等；住酒店有钱还不行，还要有介绍信。所以，那时候单有“钱”还不行，还需要有粮票、油票等各种“票”“证”才能购买到短缺的东西。

由于多数粮票、糖票、油票等是当地县或镇发放的，外地无效。这些地方性票证把当地人捆在本地，这就实际上约束了人们流动的自由。于是，自带粮菜、被子反而能增加人的流动自由，因为虽然实物不是通货，但比异化了的钱、票的流动性更好，自由度更高，是没办法的办法。

计划经济社会里，那些票与证不仅绑架了“钱”的通货性质，同时把每个人锁定在单位里，固定在各个具体区域，离开你的单位和地域就难以生存，没东西吃，没地方住。在那样的社会，“东西”跟具有通货性质的“钱”之间距离遥远，计划经济是隔离两者的鸿沟。所以，一个社会即使物质丰富，但如果货币化被禁止、抑制，样样凭票、凭证获得，那么它照样可以是一个不自由、不幸福的社会。货币化，让“东西”成为商品，能在市场上自由买卖，货币化的过程就是增加劳动者、生产者自由的过程。

前面说，在计划经济的社会里，根据行政级别规定享用权，比如火车座位、飞机票、宾馆、招待所按行政级别分别供应，而不是根据支付能力提供。所以，行政级别跟粮票、油票一样（并与后者相辅相成）也是一种准货币，许多服务、进口商品、特种商品凭这种“官币”才能享受。

可是，这种“官币”也经常有地域限制或者行政口系限制。财政部有财政系统的特别服务和特权，教育系统有教委的疗养中心和招待所，跨出地域，跨出特定部委系统，“官币”可能就没有价值或大为贬值，尤其是到其他国家就不再有用了。所以，“官币”承载的自由度很有限，跟身份、地域、行政体系捆绑在一起，不是通货。

即使到今天，部级官员退休后，也配有秘书、司机、汽车、医疗，甚至还有警卫。这些“待遇”可用但不能变现成钱，也不一定能搬迁，不是通货。所以，一个退休部级官员的许多待遇尽管很高，但却没那么自由，因为官员拥有的是不能各地通用的“官币”，不是通货。

计划经济的社会也必然推演出对个人主义的排斥，崇尚“好客”。因为既然外出要靠自己带粮菜、被子等，而一个人又不可能背太多重量，那么，远行者用完自带的粮菜后如何存活呢？因此，货币化程度低的社会必然要排斥个人主义，要强调忘我，要无条件地好客，就像在笔者的老家湖南，一家人在吃饭，任何陌生人一来，主人就会邀请他吃饭。也就是说，从金融的角度讲，当社会货币化或市场化程度很低时，大家都好客就能增加远行者活下去的概率。从这个意义上说，农业社会的许多文化传统与风俗习惯都因货币化缺乏、市场化不足而内生，是对后者的补充。同理，基于粮票、油票、行政级别配置资源的社会，也需要“好客”文化去补救。一个社会的文化就这样因货币化、市场化程度的不同而不同。

市场经济的核心是个人的自由选择，以此为基础配置资源，而货币化又是民间自由选择秩序的必要支撑，货币是自由选择的具体工具。市场经济弱化必然削弱人的自由。回头看小时候的经历，出差远行要自带粮菜、被子，要自带粮票、油票，似乎很荒唐，因为今天的人出行带钱、带信用卡就行。只要你赚了足够多的钱或有足够好的信用，你带着信用卡可以周游世界，远行几年都没问题。

货币化促进了人类现代化

不管是以货币还是以非货币的方式构建社会秩序并配置资源，任何一种方式都要有相配的行为规范或“纲常规则”。只是每一套“纲常规则”对人的本性压制程度不同，有的尊重人性，促进个人自由权利，而有的则会压制个人选择权。

前面谈到人类社会历来就排斥货币，人们总想找到各种非货币的替代办法使社会正常运转、有序地配置资源。之前我们比较了暴力秩序、行政权力秩序跟货币化秩序的差别，说到“以货易货”是反货币化社会的变通办法之一，也说到计划经济体系中基于行政级别的资源配置秩序。只不过依行政级别配置资源的安排是到20世纪才成为一些国家的主旋律，在之前的几千年里，人类社会的“纲常规则”一般不像行政级别体系那样依托政府权力，而是依托文化价值或者宗教权力。

比如，在中国历史上，过去几千年里政府权力只到县这一级，不渗透到“大社会”的生活层面，资源配置等民生内容主要由行政权力之外的体系确定，主要由基于儒家“三纲五常”的差序格局来规范。体系使每个人在社会结构中的位置固化，而且把人们对彼此的义务责任明确下来，由此实现资源、权益在人与人之间的配置。

具体而言，儒家社会秩序中有四个重要的维度：血缘、辈分、年龄和性别。张三跟张六的关系首先要看他们之间是否有血缘亲情，有血缘就有义务责任，对彼此的收入和财产有分享权、配置权；血缘关系越近，彼此间的义务和分享权就越多；如果血亲关系出了五服，那就没有义务和索取权。血缘关系是天生的，不基于个人选择，只要你是张三家族的成员，你就有了其家族的“亲情货币”，否则你就没资格参与张家的配置体系。张家的“亲情货币”仅限于张氏家族，是专属货币，不是跨家族、跨地区、跨国界的通货。

在张氏家族内部，张六拥有多少索取权，即多少“亲情货币”，取决于其辈分、年龄和性别：长辈对后辈的收入和财产拥有几乎无条件的索取权、支配权，后辈对长辈有完全服从的义务；同辈中，年长者对年轻者也具有极高的索取权和支配权，尽管比辈分长者的要低；同辈中男性具有比女性更高的索取权和支配权，从收入与资源中得到的配置也更多。

正因为儒家社会里资源配置由血缘、辈分、年龄、性别四大维度决定，所以，各种亲戚关系的称呼必须非常详尽细致：祖父母、父母、伯伯叔叔、堂兄堂弟、堂姐堂妹、姑姑姑父、外公外婆、大舅小舅、大姨小姨、表兄表弟、表姐表妹、姐夫妹夫、大嫂弟媳、小姨子小舅子、妯娌连襟等。而在西方社会里，几个称呼就通称了，没有区分那么多、那么细：grandparents（爷爷奶奶、外公外婆、伯爷爷伯奶奶等都包括其中，也不分大小长幼）、uncles（伯伯叔叔、堂伯堂叔、大舅小舅、姑父表叔等）、aunts（伯母叔母、大姑小姑、大姨小姨、舅妈表婶等）、

cousins（堂兄堂弟、堂姐堂妹、表哥表弟、表姐表妹等）。当资源、收入、相互责任义务取决于血缘、辈分、年龄、性别时，按照这几个维度精确标志每个人在社会结构中的位置和相互血缘关系的远近，就变得格外重要。这不是儿童游戏，而是有太多利益隐含其中。相比之下，西方社会中除了基于血缘的资源配置体系外，发展出超越血缘的宗教秩序，500多年前就开启了货币化、市场化的进程，这些发展变迁使得精细化亲戚关系的名称变得不再那么必要，人们渐渐地选择简化称谓。

封建秩序是中国2000多年历史中的主流，宗法秩序是中国社会的秩序基础。正因如此，基于货币化的市场秩序要想替代封建秩序，当然会处处碰壁。为了支持这一非货币化的体系，整个社会文化和行为规则必须配合，否则人们就不会相信这一体系，基于血缘、辈分、年龄、性别的资源配置体系就要崩盘，社会就要乱套。

第一，人们必须按照“三纲五常”行事，必须拥护和遵守宗法规则，晚辈必须无条件顺从长辈，即使长辈的话没有道理也不可以还嘴、辩论；同样，哪怕张六只稍微比张三年轻一点儿，也得听张三的话，时时对他礼让三分；女的必须顺从男的，不能还嘴。

第二，这个“谁听谁”“谁顺从谁”的社会等级秩序不因年龄而异，哪怕晚辈自己也60多岁并且当爷爷了，也必须听78岁长辈的话；同辈中，哪怕张六55岁，只比张三年轻5岁，张六也得听从张三的意见，服从他的安排。

第三，文化体系发挥作用的主要形式首先是通过内疚感和社会舆论，其次是依靠硬性的族规家法。而内疚感的形成主要是通过父母对每个小孩灌输“三纲五常”行为规范，让每个人从小就知道“要孝敬”“要听话”，否则就是“坏孩子”，要遭打骂。所以，如果张三小时候太有个性，个人意识太强，父母就有权利也有责任痛打张三，直到把他打得不再有个性、不再有独立意识、不再有个人权利意识为止。那样，张三就会是一个一辈子都不再敢挑战封建宗法秩序的社会顺民了。除了打骂，还需要通过《论语》《三字经》等经典对每个人进行深层驯化，让张三知道“父母在，不远游”“父子恩，夫妇从；兄则友，弟则恭；长幼序，友与朋；君则敬，臣则忠……当顺叙，勿违负”。通过不断读习经典，把这些价值内化到每个人的血液里，使人一旦违背这些价值就内心无地自容。

第四，为了封建宗法秩序能运转好，家族成员间也必须经常“礼尚往来”：礼尚往来越多，族内的非货币化交易就会越顺当。而且也需要建立家庙家祠并定期举行祭祖仪式，通过这些仪式和祠庙提醒每个人在家族

里的位置以及相对于其他成员之间的地位与关系。

每个人在封建宗法等级秩序中的位置必须固化，不能变动，因为一旦人们可以自由选择、追求个人权利至上，整个秩序就乱了，这一资源配置体系的不确定性就大大增加，也会减少人们对宗族这一非货币化资源配置体系的信心。当然，每个人在社会结构中的位置从摇篮到坟墓都固化不变，人与人之间的相对顺从关系一辈子也不能变，就必然意味着人的不自由，个人不能有任何意义上的选择自由。所以，基于封建宗法秩序的资源配置是以牺牲个人自由为代价的。

按照同样的逻辑，我们也能理解基督教是如何在中世纪限制欧洲社会里的个人自由，以及14、15世纪开启的商业化、货币化进程是如何让个人在西方社会崛起的。如前面所谈，基督教从一开始就认为天底下的人都是兄弟姐妹，不应该以货币化交易互通有无，也是力求以非货币的方式规范人际关系、配置资源。跟中国的封建宗族不同的是，基督教不以血缘、辈分、年龄作为人际责任义务关系的基础，也不以这些为基础建立固化的名分等级秩序，而是基于共同的宗教信仰建立资源配置秩序。实际上，基于基督教的人际互助体系跟基于血缘的人际责任义务体系是有竞争性的，它们代表两种既互补又互斥的体系。

在近千年的中世纪，基于血缘的家和家族当然也是欧洲社会的基本生活与互助单位，在资源配置、风险配置中起到关键的作用。除此之外，那时的欧洲基本还没有现代意义上的强权政府，今天我们熟悉的意大利、西班牙、法国、德国等国家都是后来才有的，所以，行政权力在资源配置、互通有无方面发挥的作用很小，同时货币化和市场化发展又大大受限，货币化程度也很低。在血缘体系之外，教会是当时欧洲社会最主要的资源配置体系，包括精神、社会地位、物质、风险等资源的配置安排。尽管当时的欧洲不是统一的国家，而是大大小小分散的庄园城邦，但在宗教意义上却是相当一体化的。除了家、家族之外，教会就是人们的生活中心，社交、物质上的互通有无、生老病残方面的风险互助都是在教会的基础上进行的。这种基于教会的资源配置不是基于血缘的亲疏，更不是基于出价的高低，而是基于共同的宗教信仰。

既然中世纪的基督教世界那么敌视货币化，标榜“钱财如粪土，仁义值千金”，而且似乎过得温情脉脉，那么欧洲人为什么还要从中世纪中解放出来，要开启后来的现代化进程呢？关键还是在于那套基于宗教的资源配置体系对个人权利压制太多，对个人自由限制太死，包括对信仰自由、言论自由、思想自由、行为自由、选择自由的限制。任何人的言论

和行为一旦有悖于教廷、教堂的正道，挑战教会的权威，就必须受到重罚。

到最后，14、15世纪商业革命的发展让欧洲人看到基于货币的市场交易更能解放个人，货币化带来的是个人自由。钱就是钱，无情无义，但也因此保护、尊重了每个个体的私人空间和自由尊严。那些非货币化的交换安排附加了太多的约束条件，要么是“三纲五常”，要么是宗教教义。也就是说，当人与人之间的交换都以钱来结算，都一手交钱、一手交货，那么，价值交换之后，双方互不欠人情，不欠友情，没有心理负担，彼此可以继续自己独立的生活，行使各自的自由。货币交换关系是非人格化的。实际上，当商品交换关系只认钱、不认其他的时候，交易机会对每个人就是平等的，因为不管张三是高干子弟、权贵达人，还是平民百姓、陌生农民，只要有钱就能交易。从这个意义上说，充分货币化了的市场经济社会是不顾身份、不管亲疏、不认贵贱的社会。

---

[1] 原文发表于《理论视野》，2013年第6期。有删改。

第3章

愈自由，愈发展[1]

中国过去三十多年的经济成就有目共睹，中国经济已经成为世界第二大经济体。当然，关于中国改革开放成就背后的原因到底是什么，众说纷纭。有人说是“中国模式”所致，即政府主导加管制带来了中国的经济成就。而对于改革开放后社会出现的方方面面问题，尤其是腐败问题，他们则说是市场化改革、对外开放造成的。那么，这些因果关系到底该如何理解、如何解释呢？

市场化改革带来繁荣

在改革开放的前夜，中国社会从经济到私人生活很多方面都受到政府管制：在经济领域，从投资什么、生产什么、生产多少、产品卖多少留多少，到以什么价格卖、卖后所得留多少给自己、交多少、交给谁，等等，政府都要来过问；在私人生活领域，个人的恋爱、结婚、离婚都需要组织批准。那个时期整个经济和社会都缺乏活力。

中国的改革开放逐步恢复了个人和企业的自主权。我们可以看到，政府的管制在放开，个人的自主权越来越多，私人空间包括私人财产空间得到拓展，经济活力得到提升，人们的收入增长很快，生存状况得到极大改善。中国改革开放的历程证明发展才是硬道理。什么更有利于经济增长？市场经济和法治。这是人类社会进步的普遍模式，而不只是个别国家特有的模式。

当然，在具体的时间点上，每个社会发展的阶段可能不同，文化传承、价值体系、行为方式或许有些不一样，但驱使人们早起晚归、勤奋耕耘的根本动力是一样的，就是要让自己和家人的生活过得更好、更自由，这是人的本性使然。不论是哪个社会，通过行政手段对经济权利、财产权利和决策权利进行管控，会抑制个人的经济活力与创新动力，阻碍经济增长与社会发展。想想看，如果政府管制、行政控制更能促发展，当初何必改革？显然，正是个人自主权的扩大，而不是国家管控的加强，带来了过去三十几年的快速增长。

腐败、不公等问题是市场带来的吗

最近几年反腐力度很大，多年遗留的腐败积弊得以清理，收入差距问题也受到关注，这些举措受到社会的普遍欢迎。然而，与此同时，一种看法开始流行起来：腐败盛行、收入差距恶化等问题都是市场化改革带来的，想要缓解这些问题，就必须停止市场化改革，或对市场化改革进行修正。

腐败盛行与否取决于两方面因素：一是腐败带来的好处有多大，二是腐败被发现后的潜在成本有多高。在原来的计划经济体制下，权力制衡缺失，滋生腐败的体制架构早就在那里（因权力缺少制衡），只是由于当时普遍的贫穷，权力寻租能够得到的好处也不多，一旦被查处，代价却不小，于是，权衡腐败的好处与代价之后，还是以不腐败为上策。当然，计划经济下的不公平，往往不是以货币方式表现出来的，而是体现在基于权力、身份的各种特权（住房、教育、医疗等）之上，而这种特权没有被当作腐败来看待。

后来的市场化改革给社会创造了巨大财富，社会普遍更有钱了，这就使一般意义上的权力寻租或腐败的好处大大增加，同时隐性的特权也更容易表现为金钱与财富了，“权力就更加值钱了”。同时，政府部门对很多事情都管，对很多事情都要求审批，这就大大增加了权力寻租的好处，比如一个审批带来的好处轻轻松松就能达到几亿元、几十亿元！从根本上说，市场化改革没有使腐败更容易，也没有使腐败的成本更低，只是使腐败能带来的好处大大增加了，让权力有了寻租的动力，使权力更容易变现。与此同时，政治体制改革相对滞后，即便有反腐，腐败的成本也继续保持在很低的状态。结果就是，腐败的好处与腐败的成本的平衡点随着改革的深化而不断向腐败的方向倾斜。

我们必须清楚，腐败问题由来已久，不是市场化改革造成的。只是市场化之后，权力的好处提升了，这些问题更容易以金钱的方式显现出来。就好像冬天和秋天病死的人数不一样，冬天病死的人可能要多一些，但是我们不能因此就下结论，说冬天让更多人的体质变差，因为实际上体质差的人数比例在冬天和秋天可能都一样，只是体质差的人过秋天没问题，但过冬天更难而已。在一个贫穷的国家里，权力可能会失控，但当权者不一定个个都想寻租捞钱，因为腐败的好处太少；在一个富裕的市场化社会里，因金钱表现出的贪污腐败、权力寻租可能更会处处可见。

我们也常听到一种说法：虽然市场化和自由带来经济繁荣，但也带来诸如贫富分化、社会不公甚至信仰真空这些严重后果。

这里，我们应该先看到，真正的市场经济是以交易双方的自由选择、自愿契约为起点的，不含有对任何一方的任何强制。所以，真正的市场经济本身就要求公平、公正。如果一个社会存在不公平、不公正，必然是超经济的强制力所致，是制度层面或文化层面的问题，说明那个社会的市场化水平还不够，而非市场力量所起的作用太大。要改善社会不公，需要做的恰恰是通过体制改革消除市场化的障碍，而不是逆转市场化。

我们也应如此看待贫富分化、信仰真空的问题。人人生而权利平等，但禀赋不均等。贫富分化难以避免，但只要人人公平竞争，以合法手段致富，穷者与富者之间保持流动性，就不会造成富者恒富、穷者恒穷的局面。那么，只要保证穷者有基本的体面生活，贫富分化不是坏事，反而可以激励能者奋进，带动社会整体的发展。信仰问题比较复杂，但在一个公平自由、充满活力的社会里，信仰真空之类一定不会是主流。我们现在所忧虑的贫富分化、信仰真空，其实是权力渗透到太多领域所致。本来在自由的市场经济里，资本会往回报高的地方走；哪里投资太少，哪里的单位资本回报往往会更高，资本就会更多往哪里走，其结果是各地区、各群体更能享受到“水涨船高”的效应，使收入趋向均衡。但如果行政权力不顾投资效率，以自己的主观愿望配置资源，表面看好像“看得见的手”更能促进公平，但根据我的研究，实际情况正好相反，即依赖权力、关系来配置资源，机会不平等的情况会更严重，在这样的社会里，即便有信仰，也是对权力、对有权势者的信仰。

市场经济是幸福的基础

很多人怀旧，说在1978年以前的计划经济也活得蛮好，现在市场经济了，矛盾也增加了，并不一定幸福。

这涉及基本价值，也涉及系统思考的问题。1978年时，人们没什么选择空间，能够有口饭吃、有地方住，就很满足了。20世纪80年代初，我去中国社科院一位研究所所长家里，三代人住一间小房。白天工作时必须把床收拾了，搬出桌子。几家人共用一个厨房，厕所更少。普通研究员连这样的条件都没有。很多年轻老师为了分一间阁楼，就勉强结婚，终生都不幸福。那是一种什么生活呢？现在买不起更好、更大的房

子，这当然是问题，让人不高兴，但跟改革前比较，人们至少有这种选择，有这个通过努力可以达到的目标，也为子女指明了可以努力的方向。而在从前，这样的房子连做梦都没法得到，因为那时候首先要解决的是基本生存问题，不是如何过得更好的问题。这是本质的区别。

1998年住房全面市场化后，房价涨了很多，其中有些是政策不当所致。但住房商品化后，人们的居住环境比1978年更糟糕了，还是更好了？房价高不是否定住房市场化的理由，因为那次改革使住房的自由选择空间大大扩大了，住房条件发生了革命性的变化，让社会绝大多数人的居住条件大为改观，也同时让中国家庭真正有了自己的房屋产权。

现在住房的供应量也大大增加了，一、二线城市的自有房比例都在80%以上。当然，还有很多人买不起房子，或者每月要交不低的月供，要花很多年才能还清住房贷款。但即使抱怨的人也知道，这与1978年之前是完全不同性质的问题。

在市场经济体制下，市场繁荣了，财富增长了，也会有头痛的问题。亿万富翁也头痛子女要怎么培养。子女一出生就有很多钱，他们为什么还要去工作？整个人生的意义在何处？富人有富人的烦恼、抱怨，穷人有穷人的烦恼、抱怨。无论哪个社会，人都会面临挑战。每个中国人，每个美国人、挪威人或印度人也都面临挑战，挑战的内容因具体的境遇而不同。抱怨、不满都是正常现象，只要这些抱怨与不满不是源自社会、制度对人的不公平、不公正的压迫与束缚。人就是这样，没有挑战就难有幸福感，就难有真正的成就感、满足感。归根结底，幸福不幸福，这是非常个人化的感受，没有也不应该有统一的标准。

不过，根据社会的发展、文明的进步，我们还是可以探讨一下幸福的前提条件。如果温饱问题还没解决，能有温饱就是幸福，这是最基本的幸福。一旦跨过了温饱线，幸福更多来自对目标的追求，而不一定是目标本身。所以，温饱之后，拥有充分的自由选择权利，可以说是人生幸福的基础与必要条件。1978年前，中国人面对的挑战是物资短缺，基本生存艰难。到现在，物资短缺问题基本解决了，人们更加期待的是个人的权利、自由选择的空间，人们期待做自己的主人，期待自己选择自己的生活，期待自主开创自己的事业，期待自我价值的实现。与之相应，企业也期待更大的自主空间，而不是事事都要由领导来安排，样样都要由行政部门审批。

这就是为什么，当经济改革解决温饱问题之后，必须进行体制方面的改革。进一步改革的目标，就是把权力关进笼子里，给予人们更多自

由选择的空间。

---

[1] 原文发表于《外滩画报》，2015年第11期。有删改。

第二篇

民富的金融逻辑

第4章

如何走出“勤劳而不富有”的怪圈[1]

自1978年改革开放以来，中国经济崛起的成就非常突出。1980年，中国GDP相当于全球GDP的2%，2006年已上升到约16%。跟印度相比，1980年，中国人均GDP约是印度的2/3；1990年时，两个国家人均GDP相等；1990年后中国人均GDP开始超过印度，2019年中国人均GDP是印度人均GDP的5倍。

但是在这个成就的背后，我们可以看到许多结构上的问题。

先看消费。1952年中国民间消费大概占GDP的69%，接近今天美国民间消费占GDP　71%的水平；1978年，中国民间消费仍占当时GDP的45%；但最近，这个比例却下降到36%左右。也就是说，过去60多年里，民间消费占比总体上越来越低。相比之下，政府开支占GDP的比重从计划经济时期的16%左右，已上升到最近的约30%；若计入预算之外的政府收费等，占比更高。60多年时间，民间收入占GDP的比重降低了近一半，而政府开支占比则增长了约一倍。

再看收入。《人民日报》一篇文章讲道：从1993年到2007年，劳动报酬占GDP比重从49.49%下降到39.74%，降了差不多10个百分点。而《新京报》做过一个估算，数字更为惊人：劳动收入占GDP比重从1983年的峰值56.5%，到2005年下降到最低点36.7%，22年的时间内下降了近20个百分点。这些数字跟我们生活中观察到的现象比较一致，即劳动者收入占总体国民收入的比重越来越低。

美国学者写过一篇关于中国的制造业、就业和报酬变化情况的论文。他们估算，中国制造业工人的时薪，大约相当于美国同行业工人时薪的3%；跟中国最接近的是菲律宾，差不多是美国的6%；墨西哥约是美国的12%。很多学者认为这是中国的竞争优势所在。但是到今天，这个优势是否还有必要维持下去？如果再维持下去，这个优势必将变成中国在国际竞争中的长久劣势，因为劳动力成本长久低廉将会抑制许多其他良性发展，包括扼杀技术创新的动力。十七届五中全会关于“十二五”规划的建议提出，要让居民收入水平“普遍较快增长”，通过“居民收入增长和经济发展同步，劳动报酬增长和劳动生产率提高同步”这“两个

同步”，通过“提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重”。那么，如何提高劳动报酬和居民收入？哪些因素阻碍了劳动报酬和居民收入的增长？

工资增长落后于GDP增长

我们先考察一下职工工资的变化，可以从四个方面来分析。第一，1978年，全国职工工资总额（不包括各种福利、退休保障、医疗保障等非工资内容）相当于GDP的15.5%，但到2008年，这个比例下降到11.2%；第二，1978年，所有国有企业工资总额约为当年GDP的13%，现在则下降到6.1%；第三，城镇集体企业职工工资占GDP的比例由1978年的2.5%左右下降到现在的1%，这说明乡镇企业在过去10多年里越来越被挤压，乡镇企业的空间越来越小；第四，1978—2008年，民营企业的工资收入占比是一直上升的——2008年，非国有、非集体企业的工资总额接近GDP的5%，而在1978年这个数字基本上等于0，但是这一增量还是没法改变总体劳动收入占GDP的比重越来越低的趋势。

事实上，1990—2008年，中国职工平均劳动工资的增长速度总是比GDP的增长速度低。根据我的计算，19年内，工资总额每年的增长速度比GDP增长速度平均要低3.8个百分点。显然，劳动者收入占总体国民收入比重越来越低。

除了中国，是否还有其他国家存在类似的现象呢？2007年，美国劳工部一篇研究论文对不同国家制造业单位小时的报酬做了一个系统比较。我根据他们的数据做了一些分析后发现，1996—2007年这12年间，亚洲国家制造业劳动收入按照每年2.4%左右的速度在增长，将这个增长速度与同期GDP的增长速度相比会发现，劳动工资的增速比这些国家同期的GDP增速平均低2个百分点。

欧洲国家的情况则完全不同：1996—2007年，这些国家制造业工人的工资按每年5.6%的速度在增长，高于GDP的增速。北美制造业工人的工资收入在这段时间内按照大约3.9%的年均速度上升，比GDP增速要低大概0.8个百分点，比亚洲国家的情况要好一些。

经济自由度偏低，限制居民增收空间

为什么亚洲国家普遍存在制造业工人工资增速低于GDP增速的现象呢？我们可以从基本经济制度上找原因。

具体看中国的情况，经济自由度和创业自由度是如何影响劳动收入的增长空间的呢？

行业垄断就是一种经济不自由的具体表现，对于整个社会劳动收入的增长空间、劳动力需求，包括农民工的就业选择都有深远且负面的影响。目前在中国，银行、电信、石油等行业，私人、民企仍难以进入。有学者认为，只要是市场经济，就不存在国企、民企的差别，因为只要整个经济按照市场供求关系、按照价格来进行资源配置，国企就可以竞争，民企也可以竞争。但实际情况不是这样。国企在银行贷款、证券融资机会等领域的巨大优势，也会挤压民企的发展空间，从而压缩民企能提供的就业机会。一旦就业机会被压低，工人的劳动收入就难有增长的空间。

国企工人的收入，哪怕是一般工人的收入，也比民企或者是乡镇企业的工人高出不少。如果不改善劳工权益，加强劳工保护，就很难改善“农民工”的收入状况。

前不久我跟一些学者讨论工会问题。他们说富士康提供的条件和工资比其他外资制造企业或民企还是好很多，这是必须承认的事实。但我要说的是，不要脱离开整个社会背景来看问题。加入富士康做工人的这些农民工，局部来看，他们如果不喜欢可以辞职，没人拿枪逼他们必须跟富士康签约。从微观层面看，市场交易的成分比较强，自由契约的性质也明显。但如果从整个社会环境看，为什么有这么多农民工？为什么这些农民工的谈判地位这么低？很大一部分原因是他们的农村户口，使他们不能像城里人一样去竞聘其他工作，只能在富士康，或比富士康更差的制造业企业中做选择。只有进一步缩小城乡差别，他们才可能有更多选择，他们的谈判地位、总体待遇才能提高。

1995年，国企职工的人均报酬是人均GDP的1.1倍，2002年之后，国企的收入基本一直在上升，按照人均GDP增速的同样水平在增长。但是，集体企业、集体单位的人均收入却只是维持在人均GDP的80%。到现在，差距更大，这个收入差可以看成国企就业岗位的溢价。

再看看城市制造企业和乡镇集体企业工人的报酬。2002年，乡镇制造业企业员工平均每小时的收入大概是3.1元，2006年上升到3.9元；城市制造业企业员工平均每小时的收入在2002年时是7元，2006年上升到

12元。城市制造业企业员工的时薪已经是乡镇制造企业员工的3倍多。在小镇、农村的人，即使能在乡镇企业找到工作，收入也比城里人越来越落后。为什么会这样？是哪些制度安排、资源配置安排使这种分化日益明显？

由于户籍制度、身份差别，即使所在行业一样，收入差距也很大。如前所述，迁徙的限制所带来的就业、创业空间的区分，使农民工跟富士康等企业谈判、议价时所处的地位非常弱势，让农民工没有其他选择。

此外，经济、创业受限还可从行政管制的角度来理解。不管农村还是城市，在行政管制方面都有很多不完善的政策，给劳动者造成选择空间、谈判地位的巨大差别。尤其在金融危机冲击之后，管制加强，政府运用权力进行扩张的空间比以前大了很多。

以粮食安全为例。有段时间大蒜价格猛涨，于是政府出面，要求有关部门将大蒜价格管制起来。我老家湖南茶陵种植很多大蒜，若大蒜价格可以自由上涨，对老家的农民是件好事。但出于“粮食安全”等因素考虑，竟然就这样限制了大蒜的价格！其实，像大蒜这种东西，政府根本没有管制价格的理由，因为它跟大米、麦子、玉米这样的粮食完全不一样，一辈子不吃也死不了，和粮食安全没有关系。退一步说，即使有粮食安全的问题，价格自由上涨也可以激励农民多生产，实现未来的粮食安全。因此，政府应该做的恰恰相反，应该让粮价按照市场的波动变化，以此鼓励更多农民种粮，既解决未来的粮食安全，又让农民增收，一举两得。

当然，限制大蒜价格、粮食价格上涨，客观上使更多农民放弃种田，因为种田没钱赚。于是，更多农民变成了农民工，让他们议价的能力减弱。

从本质上说，为了粮食安全限制农民的种植选择空间，这在一定程度上限制了农民的经济自由，损害了他们的权益，这种做法跟原来农村和城市的剪刀差就是一回事。

征税过多的危害

劳动收入增长慢的另一个重要原因是政府征税过多。政府所得太多，政府开支太多，必然会妨碍劳动收入的增加。

根据对三十几个国家政府开支在1995—2007年的变化所做的一项研究，政府开支有所减少的国家，其工人工资平均增长速度接近3%，而政府开支减少最多的国家，工人工资收入增长最多，平均年增长6%。这些国家工人的工资增长速度要比GDP增速高出0.8个百分点。而政府开支没减少反而增加的国家，其工人工资增长速度每年要比GDP的增速慢1.2个百分点左右。

中国的情况也能说明这一点，特别是2010年前5个月，按财政部公布的数据看，国家财政税收同比增长了30.8%。其后四五年，国家财政税收的增速是GDP增速的2～3倍。GDP是一个大饼，政府这边越多，必然意味着民间得到的那一份越少。1995—2007年，如果去掉通货膨胀率，国家财政税收累计增长6.7倍左右，城镇居民人均可支配收入只增长1.7倍，而农民收入才增长了1.2倍。

1978年，整个国家的财政税收相当于3.3亿城镇居民一年的可支配收入；1995年时下降到最低点，财政税收相当于1.5亿城镇居民一年的可支配收入。改革开放的头十几年，确确实实在往小政府方向发展。但是到2009年，我计算了一下，财政税收是3.9亿城镇居民一年的可支配收入，这里做的计算只包括预算内的财政收入，还不包括土地销售得到的收入，也不包括那些国企赚到的利润。

如果以农民的纯收入作为基数，2009年财政税收超过6万亿元人民币，等于13.8亿农民一年的纯收入。整个中国的农民数量还没有那么多，这本身就说明了政府得到的钱是多么多。

如果征税权力不受限制，最后劳动收入占GDP比重只会继续下降。政府控制的资源、土地、企业股权总的价值相当于整个中国社会财富的2/3。国有资产和国企股权使中国经济增长带来的资产升值，老百姓无法从中直接享受益处。

所以，需要进行体制改革，依宪治国，对征税权进行根本性制约，对国有资产进行改革，让民间资本能够得到更大份额。如果这个趋势不改变，就意味着不仅仅更多农民只能做农民工，而且很多城市人口得到的GDP份额也会越来越少。

金融不自由，内需难以启动

金融不自由也会抑制劳动收入的增长。考察三十几个国家1995—

2007年金融自由度变化的数据会发现，金融自由度增加最多的国家，工人工资增长的速度也是最快的，年均增长速度接近6%，而金融管制没有什么变化甚至更加强化的国家，工人工资增长速度不仅最慢，而且也比这些国家的GDP增速慢。

很多人认为金融自由度的增加、金融管制的减少，会帮助华尔街的人赚更多的钱，让他们更能利用金融武器去进行金融战争，将民间社会的利益转移到他们的手里。但实际不是这样的。

以引发美国金融危机的美国次级贷款危机为例。表面看，雷曼兄弟以及其他华尔街公司通过住房贷款的衍生产品赚了很多钱，但是，受益更大的是那些中低收入家庭，特别是低收入家庭。如果没有这些金融市场的深化发展，老百姓就借不到那么多资金来买房子；如果没有方方面面金融衍生产品的深化发展，老百姓家庭可能必须付出更高的住房贷款利息成本。

金融服务的供给方是华尔街，而住房按揭贷款的需求方更多的是中低收入阶层。你如果很有钱，可能根本不用这些产品，照样能买到房子。而对于年轻人来说，未来的收入流很长，但是现在的现金最少，所以对按揭贷款的管制越少，按揭贷款的供应就越多，年轻人和中低收入阶层就越可享受到好处。金融管制越严，这些衍生产品就越不会推出来，最终付出代价更多的反而是普通家庭和个人。

金融管制到最后为什么会对收入前景、对创业的选择空间造成很大的影响呢？我和一些经济史学者曾做过一项研究，把明朝末期、清朝初期所能够收集到的中国各地民间借贷资料，包括利率、借贷金额等放在一起，组成一个大的数据库，来研究中国近代经济变化的情况。

研究结果显示，人均耕地面积越多的省，民间平均借贷利率就会越高。背后很重要的逻辑是人均耕地面积越多的这些省，即我们以往所说的农业大省，以农业为主，而不是以商业为主，商业文化、契约文化越不发达，反对高利贷的倾向性就越强，对于有利息借贷的文化支持度就会越低，也就是说变相地抑制金融发展。对金融交易的抑制，更有可能成为当地文化的主旋律，使资金价格即利率更高。

另外，非个人放贷，包括钱庄、票号等，占总放贷比例越高的省，这个省平均的民间借贷利率也会越低。也就是说，当地的文化越是认同有利息的借贷，金融机构越发达，借贷利率就会越低。

让老百姓分享经济增长带来的更多好处

国有经济比重的高与低，对于民间消费、民间收入有多大的影响呢？我将70个国家按照1980年时国有企业占GDP的比重分为五组。统计研究发现，1980—2003年，这24年里，国有经济比重最少的这一组国家，也就是私有经济比重最高的这一组国家，民间消费对GDP的速度敏感度是0.96，也就是说这些国家的GDP每增长1个百分点，老百姓的消费会增长0.96个百分点。而国有经济比重最高的这一组，GDP每增长1个百分点，民间消费大概是增加0.83个百分点，敏感度要低很多。

微观经济学里有一个很典型的模型，即一个家庭或个人，每天可以花的钱主要是通过两个渠道获得：第一个是劳动收入。前面我们已经谈过，在国有经济比重较高的社会，劳动收入随着GDP增长而增长的程度会受到一定程度的抑制。第二个是资产的升值，即财富效应，也就是土地随着经济增长而价值上升，企业的产权、股权也会因为GDP的增长而上升。第二个收入渠道就是资产性收入的渠道，但一个国家如果是以国有制为主，第二个渠道是被封起来的，即便土地、产权、股权可以升值，但因为这些资源的产权都是属于国家的，这些资产的增值主要也是国家享有，而不会转化为民间资本和收入。

国有经济占比过高，经济增长给老百姓总体收入带来的增长就会相对缓慢。相反，民营经济比重高，老百姓可以花的钱、实际发生的消费，会对GDP的增长速度更加敏感，老百姓更能够通过自己享有的产权和劳动收入来分享经济增长带来的好处。

勤劳而不富有的怪圈

为什么中国人勤劳而不富有，我曾经试图回答这个问题。1998年，我计算了几个国家的劳动者在当年工作的小时数量，当时我的估算是中国工人年工作2200小时，即一个星期工作40个小时，再乘以52个星期。工作小时数最少的是荷兰人，1350小时，一年度假的时间很多。前面我们也看到这些国家的制造业工人劳动收入增长速度比GDP增长速度还要快，跟中国的情况完全是反过来的。一些学者更喜欢中国这样的模式，以低水平的劳工权益带来的低廉劳动力成本，将GDP做得越来越大，国家和政府的税收越来越多，表面看国家更富强了，但这种模式也带来一些问题。

世界经济发展到今天，我们要从多个角度来理解整个人类社会，也包括中国的发展趋势。市场经济应该是基于自由契约的经济、基于权利的经济。如果我们将企业和员工看作博弈的两方，企业到现在可以通过并购扩大自己的势力，跨越很多行业并购，使企业的地位越来越强，谈判的地位也会越来越上升，但是劳动者层面并没有发生同样的变化，如果每个劳动者只能作为单一的个体，没有权利通过自由结盟形成一个群体，这显然不利于工人权益的提升，是违背市场经济核心的自由选择原则的。

另外，现在中国的劳动力成本还比较低，在江苏、广东以及其他地方的企业，购买自动化生产设备的意愿也不是很高。因为它们发现，雇用更多工人，可以做跟机器同样的事，而且成本更低，还不需要为了买设备做前期资本投入。它们还发现，用人工生产时产品报废的比例要低于机器流水线。于是，很多企业宁可用工人组装而不是用机器组装。这实际上是在重复中国过去几百年的经历，那就是很多经济史学者谈到的，在康乾盛世和更早的明朝时期，中国经济繁荣，出现了所谓的“勤劳革命”（Industrious Revolution），意思是说，那个时期的经济繁荣是靠勤劳干出来的，其前提是人们很能吃苦耐劳，而且也不要求多少收入！

但在西欧，情况则历来相反。因为西欧国家人口很少，土地相对较多，需要做的工作也很多，所以历来人工贵。这就逼着它们进行工业革命，逼着它们更多地使用机器，让它们走上技术不断革新的良性循环。英国从18世纪开始的是一场工业革命、技术革命，用机器代替劳动力；而在同时期的清朝乾隆年间有3亿人口，那么多的人，大家能有一点钱就愿意干、抢着干，那当然使勤劳革命成为可能，但也抑制了技术革命的动力，使当时的中国难以走上内生技术创新的道路。

虽然压低工人权益能让中国保留低劳动力成本优势，让中国成为世界工厂，但最终会压抑国人的收入前景，抑制技术创新动力。

此外，这样的发展方式，对中国的环境破坏也日益加深。很多人都希望中国继续成为世界工厂，让中国的出口总量占全球出口总量的比重继续膨胀。但话说回来，如果有一天世界的一半，或者一多半的制造业工作都是在中国，那必然意味着全球一半以上的污染也在中国发生，资源也必然是在中国消耗。

为结束这个局面，我们必须对一些根本性制度进行改革、调整。

第一，大家谈得比较多的，是要结束城乡户籍制度，完全放开迁徙权利，不管在哪里出生，只要是中华人民共和国的公民，就可以到其他地方去就业，在那里生活，包括子女在那里接受教育。

第二，保护工人权益，让工会真正给工人谋利益。其实，为什么西欧国家制造业工人工资增长的速度比GDP还要快一点，这跟西欧国家的劳工权益保护得好有密切关系。当然，这样可能会带来一个新的博弈局面，即一方面企业的成本上升，另一方面，大家有同样的基本权利。但不能为了一方的权利就将另一方的权利通过法令和行政的手段压下去，这样就不是搞市场经济了。

第三，保护创业自由，减少行政管制，放宽市场边界，尤其是对一些垄断行业，必须进行更多放松管制的改革。

第四，进行体制改革，对权力必须有更多实质性的制约。以近年来讨论较多的房产税为例，不管是在中国、美国还是其他国家，税种往往只增不减，一旦今天因为房地产价格调控的需要推出了一个新的税种，以后就很难取消掉。尤其是地方政府，一旦尝到了房产税的甜头，今后想要取消掉就很难，所以千万不要因为一时的需要推出这样的东西。在我看来，宏观经济调控需要的优先级远远低于私人产权保护的优先级，这是两个不同级别、不同层面的东西。

总而言之，发展经济的目的最终是要让人民过上好日子，现在老百姓从经济增长中获得的好处很有限，想要改变这种状况，我们必须在基础制度方面做出调整。

---

[1] 原文发表于《经济观察报》，2010年12月13日。有删改。

第5章

“赢者通吃”背后的经济金融力量[1]

“赢者通吃”作为人类社会的现象，似乎势不可当，与其相伴的是收入差距恶化。如果我们以处于财富顶峰的富豪作为参照系，也能大致看到这个说法的含义。18—19世纪时，中国富豪的财富以万两白银为基本计量单位，英国商人把百万英镑看成可望而不可即的天文数字。同时期的美国人呢？1800年前后，整个美国社会的货币供应大约是2800万美元，所以，如果一个美国人的个人财富能达百万美元，他毫无疑问能进入当时的富豪榜。当然，到了今天，中国的首富不再是“万元户”级，而是数千亿级；在美国，盖茨曾是首富，财富在2019年超过1000亿美元……与此同时，在收入分布的最底层，不管是18、19世纪，还是21世纪的今天，各个社会都有赤贫阶层，他们的财富几乎为零。

因此，不管是中国还是美国、英国，财富分布与收入分布在过去两个世纪里都被拉宽了许多。财富、收入从最高到最低之间的距离被拉大了许多倍，比以前更加分散，而且表面上的收入差距显然增加很多。当然，富豪财富的计量单位从原来的“万元”转变到今天的“千亿”，肯定与各国货币体系从金银本位到信用货币的变化有关，财富数量级的提升有相当一部分是“虚的”，是货币被滥发灌水贬值所致，但是，财富差距、收入差距的恶化这一基本事实难以否定。

那么，收入差距的扩大到底原因何在？是否像反自由贸易者说的，是因为全球化？还是像“占领华尔街”运动的推动者所指责的，是因为现代资本家“道德沦丧”“过度贪婪”？抑或像英国《金融时报》等国际媒体所指责的，是因为“资本主义制度的内在矛盾”？2008年的全球金融危机不仅点燃了席卷全球的“占领华尔街”运动，而且在学术界引发了一场对资本主义的再反思。尽管对资本主义的反思在人类近两个世纪中，这是第三轮——第一轮发生在19世纪的后半叶，第二轮兴起于经济大萧条的20世纪30年代。那么，这一轮反思的结果如何呢？在我们都关心收入分配话题的时候，首先应该做的是认清今天的世界经济、中国经济到底是怎么回事，有哪些特征是之前没有的，等等，只有认清这些之后，我们的政策、决策才可能对症下药，而不会不着边际甚至帮倒忙。

我在这里不试图对未来的经济走向做预测，而是希望通过分析现代经济的特征，尤其是许多行业的商业模式以及资本市场提供的财富实现手段，来论证如下命题：财富差距、收入差距的扩大并不是因为现代资本家比以前更加“道德沦丧”，也不是因为现代企业家更加贪婪，而是现代技术和规模化商业模式所致。

现代商业加大收入能力差距

因各个社会的制度不同，收入差距的程度当然各异。而政府权力在资源配置、定价机制中的角色越重，社会群体间的收入机会就越不平等，掌握权力或贴近权力的“特权”群体就越有获得超额收入的机会。假如，政府可以规定只有北京出生的人才能进入金融和电力行业，而湖南人只能种田，那么，北京出生的人和湖南出生的人之间，收入机会就有天壤之别。我过去的研究也表明，政府权力越大的社会，往往也是收入机会越不平等的社会。在从制度层面找原因之前，我们先看看现代技术带来的收入机会差别。

以腾讯公司为例，虽然这个互联网公司成立于1998年，但10多年后，2011年的收入就已达280亿元，利润120亿元。按照1万名员工算，腾讯人均创收280万元，人均利润120万元。相比之下，2011年中国农业总产值在4万亿元左右，按当时中国3亿农民算，人均创收1.3万元，不到腾讯人均创收的1/200，可见农民跟腾讯员工间的创收差距之大！这样一来，农民收入远低于腾讯员工收入就不足为奇。

那么，为什么腾讯的员工创收能力超越农民这么多？是否跟收入分配制度、跟贪婪有关？是不是腾讯的员工比农民更贪婪？其实不然，关键是农业跟腾讯的经济特征截然不同，两者的产出函数不一样。

农业的产出与投入之间有着极强的线性关系，这限制了农民的创收空间。我们来看：如果种l亩地需要花100个小时的劳动、200元的种子和肥料成本，并且最终产出100公斤粮食，那么，要生产1000公斤粮食，就需要种10亩地，投入1000小时劳动、2000元种子和肥料的成本；为了生产1万公斤粮食，就需要种100亩地、花1万小时……不会因为这亩地种好了下一亩地就可以少花劳动时间或肥料成本，每亩地所需要的劳动和成本投入是相互独立的，这就使农业生产难有规模效应。正因为土地是有限的，而且每人每天只有24小时，即使不睡觉休息，农民的收入也难以逃脱产出跟投入之间线性关系的约束，收入不可能太高，

这就是几千年来没有农民靠种田种出亿万富翁的原因。

而腾讯的产出跟投入之间的关系不仅是非线性的，甚至没有太大关系。在腾讯QQ空间里，一顶虚拟帽子可能要几个设计师与程序员花几天时间来设计，一旦设计好了，虚拟帽子卖1顶挣1元，卖100万顶挣100万元，卖1亿顶挣1亿元。由于虚拟帽子销售是电子记账收费，每卖一顶又不需要重新制造，所以，腾讯卖1亿顶虚拟帽子跟卖l万顶在成本上几乎无差别，但收入却判若云泥！腾讯的虚拟衣服、虚拟装饰、虚拟家具等都是如此，这就造成了其收入跟成本投入之间的关系非常弱，赚钱能力空前高。

微软的商业模式比腾讯的差一些，但也有类似特点，因为一旦微软把系统软件开发好（这当然需要成本投入），它卖1万份软件还是卖10亿份，总体成本差别很小，因为每一份的边际成本（包括制造成本）几乎为零。但是，比起腾讯QQ零制造成本的虚拟衣服、虚拟帽子，微软还是要为每一份软件付出光盘、包装、邮寄等成本，而腾讯连这些成本也不需要付。尽管如此，微软仍然能充分享受其商业的规模效应。

金融服务业的产出与投入关系，跟腾讯的也很类似。比如，华尔街投资银行高盛帮客户张三公司融资1000万美元，为了尽职，可能需要一个10人团队花十几天时间；而另一家客户李四公司需要融资10亿美元，为了尽职，高盛可能也派一个10人团队花十几天时间，成本基本不变，但收益却高100倍！正由于这种规模效应的差别，高盛可能不会做千万美元级别的单子，金额太小对它不合算。这说明投资银行的收益跟成本之间呈非线性关系，甚至两者之间没有太大关系。

基金管理行业也是如此。像对冲基金或者私人股权基金，可能整个管理公司有15~20人，这个团队可以管理2亿美元，也可以管理20亿美元，因为一旦他们决定投一个公司的股票，投10万美元和投1000万美元对他们来说需要做的工作、花的时间完全一样，管理2亿美元和管理20亿美元的运营成本类似，但利润可能相差10倍。

由此我们看到，华尔街的公司赚钱很多，年收入几百万美元甚至上亿美元，远远高于传统农业甚至工业，在相当程度上是由金融交易特殊的规模效应、金融行业的性质决定的。金融交易的本质是其价值创造不完全取决于劳动时间，也不完全取决于成本的投入，而取决于金融从业者的人力资本，包括他们所受的教育、积累的经验、组织能力、个人情商、个人诚信和人脉关系网络等。

当然，我们可能会说，尽管华尔街公司赚的钱多，为什么非得把钱以高奖金、高薪酬发给高管和员工呢？这很好理解，因为既然这些公司创收很多，到底把这些收入多分给管理团队和员工还是多留给股东，这只是在这两个群体间如何分配的问题，从根本上改变不了华尔街公司及其员工收入极高的现实。

既然金融交易具有上述规模效应，为什么华尔街公司不能少收费，特别是随着交易金额的递增让单位交易额的收费下降呢？这不是恰恰证明了他们过于贪婪吗？其实，这涉及公平竞争、充分竞争的问题。只要金融行业对新手是开放的，只要监管没有苛刻到新手没机会进入华尔街，那么，如果现有公司能够继续高收费，就说明它们有自己独特的、其他人无法获得的市场优势。只要这种市场优势是在竞争中建立的，而不是靠行政垄断或法律垄断获得的，只要其他人有机会自由进入华尔街，这种高收费、高收入就不存在贪婪或剥削。能够收费高，说明交易的对方得到的收益也高，否则对方是不会参与交易的。

金融交易除了具备类似腾讯的规模效应，还因为其对信任的超级依赖，这个行业更趋向于“赢者通吃”。金融交易本质上是跨期价值交换，把今天的价值跟未来的价值进行置换，或者把未来两个不同时间点的价值进行交换，所以它是一种承诺，一种跨期价值交换契约，而这种跨期交换契约是否信得过、是否值钱，完全取决于交易双方的可信度，取决于金融中介的可信度。对于这种极度依赖交易各方可信度的交易安排来说，已经经过多年风吹雨打的百年老店就显得格外“值钱”。在金融消费者看来，一个华尔街公司存在的年份越久，其可信度就越高，就越靠谱。金融市场对信用、信誉的极度依赖决定了历史悠久的华尔街公司总是占据优势，这也导致华尔街显得“赢者通吃”。

华尔街收入高，只是由现代金融市场的特征所致，我们不能因为其收入高就断言华尔街更贪婪。

有人可能会说，虽然在政府管制不过分的情况下，这些行业对谁都开放，但毕竟华尔街要求很高的教育背景和人力资本，只有具备这些条件的人才能进入，社会中的其他群体只能从事传统的低收入行业，其收入也自然增长缓慢，所以，为了防止收入差距不断拉大，就该对华尔街从业者的收入设上限或者多征税。为什么政策思路非要通过打击能者来使其向弱者靠拢，而不是通过专业教育提升竞争失败者的人力资本，同时由政府给他们提供基本生活保障呢？

如果强行对华尔街的收入设限，那只会打击其发展与创新的积极

性，经济发展所需要的金融供给就会受挫，整个社会就会为之付出代价。现代经济不仅对腾讯这样的高科技公司依赖度越来越高，而且对华尔街金融经济的依赖度也在日益上升，可以说，华尔街已经是现代经济不可或缺的组成部分。

实际上，产出是投入的线性函数不只是农业的特征，许多传统行业也如此。新闻媒体差不多也是这样，一般的新闻稿子需要几小时甚至几天时间才能写成，刊登一次后基本没有再使用的价值，又得写下一篇文章，每篇文章就像农民的一亩地，文章之间虽然不是完全独立，彼此也不是没有协同效应，但协同效应很有限，每天的新闻稿子还是要日复一日地写，很少能因为今天的稿子使明天后天可以少写，除非报纸杂志的广告收入能不断增长，否则传统纸媒的收入跟投入之间接近线性关系。这或许是在互联网媒体兴起之后纸媒被不断挤出的原因之一。

制造业企业的收入跟投入之间不是线性关系，因为它们可以通过新技术提高生产效率、减少人工成本，也可以利用其生产规模优势迫使其供应商降低价格，这些都能降低产出跟投入之间的直接关系，帮助提高制造业的收入。但是，制造业最终逃不开每件产品都需要部件、配件、人工成本投入的事实。以汽车制造为例，虽然制造商可以压低发动机、车身、刹车、轮胎等部件的进货价格，但毕竟每生产一辆汽车都必须用上这些部件，每生产一辆汽车的边际成本不可能降到零。也就是说，虽然汽车制造商可以通过技术革新降低成本、提高生产效率，但每辆汽车的边际成本降到一定水平后，制造商的收入跟投入之间会趋向于一种线性关系，增长就受到新的约束。

波音公司在世界飞机制造业独一无二，它雇用了16万名员工，其公司2019年全年总营收才765.59亿美元，加上120亿美元负债，相当于16万人经营645.59亿美元资产。相比之下，桥水基金是对冲基金行业的佼佼者之一，有1200名员工，但管理的资产为1250亿美元，是波音公司资产的两倍！贝莱德集团是综合性基金管理公司，员工14000人，管理4万亿美元的资产。在新兴高科技行业中，谷歌全球员工已破10万，市值1万亿美元。

正因为制造业的这些特点，不管是制造业企业的股东还是其高管和工人，他们的收入水平均难以跟新型的高科技产业、金融行业相提并论。从上面的讨论中我们可以看到，新型产业、金融行业跟传统农业和工业的收入差距，并非像大众媒体和政客说的那样，仅仅是资本主义制度或贪婪所致，而更多的是由于这些现代产业具有全新的特征。只要这

些行业对各社会各个群体是开放的，机会是平等的，你不能因为张三有本事进入而你没有相应的人力资本，就要求政府多干预、对他们多征税。

全球化带来的机会差距

姚明在退出职业篮球之前，平均每打一场球的收入在18.17万美元左右，这个数字当然很惊人。对于习惯于劳动价值论的人来说，打一场篮球赚18.17万美元，怎么也难以从劳动时间、劳动强度来解释。今天姚明打一场球，跟70年前的篮球明星相比，所花的时间和消耗的能量应该差不多，即使有差别也不会是数量级意义上的，但姚明的收入可能是70年前球星收入的数百倍、上千倍。

如果按照劳动价值论来计算，一项经济活动的价值等于劳动时间乘以单位劳动时间的平均社会成本，那么，姚明一场球赛值多少呢？假如在美国姚明级别的人每小时劳动成本为1000美元，一场球赛按两小时算，也就是2000美元。

当然，劳动价值论很显然是错误的。今天跟70年前相比，最大的差别在于：70年前，一场篮球赛只有现场观众才能享受，即使门票贵到200美元一张，而且有1万名观众，主办方只能得到200万美元的收入。可是，今天的篮球赛与其说是给现场观众打的，还不如说是给场外数以亿计的观众打的，这些观众通过电视、互联网视频观看实况，也可以在比赛之后通过互联网下载观看。电视和互联网技术的发展，经济和体育的跨国界运作，带来了受众数量的巨大变化，使同样一场球赛、同样多的劳动付出，产生了截然不同的价值。

所以，姚明每场球赛的收入这么高，倒不是他比过去的球星多做了什么，而是现代科技和全球化秩序帮他做了很多，使他的人力资本增值，让他的劳动所能带来的价值大幅提升。

换言之，现代技术和全球化使“赢者通吃”的效应更上一层楼。过去，各城市、各地区都有当地的篮球明星、排球明星、足球明星、乒乓球明星等。虽然大家更想看世界明星的比赛，但是由于交通运输障碍，又没有电视和视频，绝大多数球迷的梦想不可能成真。大家只能在当地看本地球员的比赛，虽然不会太过瘾，但比起没有比赛可看还是好了很多。那样一来，各地的地方球星都有可靠的铁饭碗，不用担心世界球星

抢走他们在本地球赛中的机会。

可是，今天的电视和互联网把大家的注意力都集中到世界球星了，本地球员的比赛越来越没人看，更没人愿意花高价买门票看。从小打篮球、打排球的人要么达到国家级、世界级的水平，得到类似姚明的高收入，要么就很快改行。在姚明和普通职业球员之间，是真正的、前所未有的冰火两重天，他们的收入差距比几十年前拉大了许多倍。

而唱片、录音带、影碟的出现也使歌星、影星一下子全球化了，买唱片只买全国明星、世界明星的，看电影也只看世界明星的大片。今天有了便捷的互联网之后，演艺界在全球范围内"赢者通吃"的局面更被推到全新的高度，世界级明星和非明星之间的机会鸿沟、收入鸿沟被大大拓宽了。

这种现象不仅限于体育界、演艺界，甚至学术界也都如此，特别在经济学家群体里，也是"赢者通吃"局面日益加剧。记得原来从北京到长沙，哪怕是特快火车也要将近一天时间，这意味着以前在湖南的经济和商业会议上，主讲嘉宾很少是来自北京的全国知名经济学家，更多是湖南本省的专家。因为从北京到湖南，再从湖南返回北京需要坐两天火车，加上开会一天，去一趟要花3天时间，漫长的路途使得再有名的经济学家也很难一年跑遍全国各地进行会议演讲。

今天，飞机大大缩短了全国各地之间的距离。2008年金融危机高峰期，我碰到几位全国知名经济学家同人，他们日理万机，一天出席多场会议演讲（包括笔者本人也在此列）。其中，一位同人周六上午在日本大阪演讲，下午在东京演讲，晚上回到北京，第二天周日在北京，上午下午分别在两个会议上演讲，周一上午在天津演讲，演讲完后直奔机场，下午两点钟赶到上海进行会议演讲，晚上又要从上海飞深圳，周二上午在深圳发言，之后又是哈尔滨，等等。按照这样的行程，一个知名经济专家在3天里可以去6个省市，参加6个会议，而二三十年前要3天时间才能去1个城市！可见，现代航空交通使专家学者的生产率提升了至少5倍，他们能跑的省市数量和参加的会议数量也翻了许多倍。

这样一来，全国有名的专家学者也是"赢者通吃"，挤掉本来有不少演讲机会的各地专家，让少数全国有名专家的收入大增，而地方专家的收入机会相对减少。由此，专家学者之间的收入差距也在拉大。值得庆幸的是，随着中国经济的增长，水涨船高，各种会议的数量也翻了多倍，即使全国知名专家一天跑3个省市，他们也无法包揽所有的会议演讲机会。从这个意义上说，经济高速增长后，全国性赢者的所得上升得

最多，但二流、三流专家的机会也会比以前好很多，只是相对于最顶尖的专家，收入的距离被科技拉大了。

交通技术、媒体技术改变了人类生活，不仅丰富了我们的所见所闻，拓展了人生阅历，而且大大提升了生产速度和效率，新型交通使“天马行空”“日理万机”不再是抽象的夸张比喻，而是我们每天的真实生活。但是，这也免不了造成许多其他后果，其中“赢者通吃”被不断深化：先是地区内的“赢者通吃”，后是省市范围内的“赢者通吃”，再后来是全国范围内的“赢者通吃”，现在是全球范围内的“赢者通吃”！与这一不断深化的过程相伴的是赢者与非赢者间的收入距离变得越来越大。这是贪婪、是资本主义制度所致，还是人类社会日益进步的必然副作用？这些都值得我们深思，否则我们就会对当今社会、经济做出误判。

商业模式影响收入分配结构

在传统的中国、美国以及其他社会，一般人都有中等收入机会。在铁路、汽车、飞机、电话出现之前，各村、各镇基本是相互分隔的局部市场，那时候根本不可能出现像沃尔玛这样的连锁店集团公司，任何规模化的家电日用品生产、运输与销售都不可能。人工运货的距离也许可长达二三十公里，如果更远，则体力难以支撑；即使马车或者驴车可使运输距离增加，但由于没有现今宽阔且发达的公路网，马车运输的有限容量和高额成本还是会限制生产规模与市场扩张的范围。因此，张三可在张家镇、李四在李家镇各办一家杂货店，但任何一家都很难做得太大，张家镇和李家镇甚至都可以容纳多家杂货店。从这种意义上讲，正因为每家杂货店规模小，需要的创业资本不多，只要有创业意愿和能力，多数人都有机会筹集到所需资金，进入“企业家”阶层。

对于任何良序社会，多数人有从事“小本生意”的致富机会，并且这种致富机会人人平等，非常重要，因为这是培育并维持一个足够大的“中等收入阶层”或“中产阶级”的必要条件，也是收入分配不至于太离谱的重要前提。一旦中产阶层占多数，社会稳定就会是自然的事情，有产者有恒心，稳定会是他们自愿的偏好。在这个意义上，正因为以前开饭馆、开理发店或者种田的选择空间比较大，“创业机会”总体比较平衡，所以，收入差距没有现在大。当年的地主也许真的富有，但没有几家的收入是普通百姓的几千倍、几万倍。像19世纪中国首富胡雪岩，的确超级富有，但红顶商人不代表社会中千千万万夫妻店阶层，因为他们是靠官

商勾结，做军火以及其他跟官府相连的生意而成为富豪的，或者干脆就是官商，通过贪污贿赂积累巨额财富。在官商之外的广泛社会，巨富的可能性很小，收入差距没那么离谱。

在我们的记忆中，传统社会温情脉脉，其中起核心作用的是千千万万夫妻杂货店、夫妻餐饮店。这些夫妻店是中产阶层主要的生存形式。

但是，随着交通运输与信息技术的发展，商业和餐饮业也都在经历公司化、规模化的变化，夫妻店在快速消失。比如，华联超市、国美电器在各自领域中势不可当。这些规模化零售公司的直接效果之一是，消费者能更便宜、更方便地买到物品，消费者和创业者双赢。

华联、国美等规模化零售也给社会带来挑战。它们能在全国范围内统一从生产厂商采购，利用现代物流，低成本地运往各地。由于它们的采购量很大，掌握进货的定价权，能把进货价压到最低，进而能大打价格战。相比之下，夫妻杂货店的规模小，它们进货没有砍价能力，只能被动地接受厂商给的价格。所以，规模化、公司化零售有极强的竞争优势，夫妻杂货店很难生存。于是，今天人们做小本生意的机会越来越少，中产阶层难以扩大。

餐饮行业也大致如此。永和大王、麦当劳等连锁餐饮公司，因其规模优势，也能把各类食物原料进货价压到最低，而夫妻餐饮店却不能。这势必造成传统夫妻店被淘汰出局，被各连锁餐饮公司取而代之。还记得《水浒传》里的孙二娘吗？不管孙二娘开的酒店还是饭馆，都分别被连锁酒店和连锁餐饮取代了，孙二娘开店实实在在地成了历史。

在许多“勉勉强强”小规模创业的机会不复存在后，张三们、李四们当然可以挖掘其他创业机会，也可选择成为国美、华联、沃尔玛或者如家连锁酒店的职员。只要这些连锁公司的收入在增长，张三们、李四们的薪酬也能增长，只是他们不再拥有经营性产权，没有财产性收入，而且生活方式跟自己做老板不同。

总之，零售业、餐饮业、酒店业、手工业这些传统夫妻店行业，这些年正在经历或已经经历“去夫妻店化”的洗礼，变得面目全非，都由一个个大公司取而代之。社会因此失去了众多中等收入机会，更多的人被打入工薪阶层，让收入分配、财富分配出现更为严重的分化。只是这种分化不是因为资本家剥削或贪婪而来的，而是这些企业利用了现代技术带来的便利，通过规模化经营降低进货成本、改善运营效率，这样，它们比传统夫妻店能给消费者提供更优惠的价格、更好的服务、更多的商

品选择。尽管在这个过程中它们挤掉了众多夫妻店，拉大了社会财富差距，但这种“创造性破坏”的背后并没有剥削，也不一定是贪婪使然。

股市提升财富的数量级

收入差距、财富差距的扩大也跟资本市场有关，而由资本市场产生的财富差距对社会并非坏事，而是积极的事。为看清这一点，我们不妨再对比一下。在缺乏资本市场的社会里，说“张三很有钱”，意思是“张三过去赚了很多钱，并且积攒下来没花掉”，“有钱”“财富”更多指的是“过去的收入”。毕竟人就能活几十年，顶多100多岁，靠一代人甚至两三代人累积到最后，个人财富、家庭财富最多（如前面所说）以“万两白银”计，而不会以“亿两白银”计。

也就是说，在没有股票市场的社会里，人不仅普遍显得没钱，而且即使一个创业者已经成功，不管他是美国的盖茨，还是中国的李彦宏、马化腾，都得一年一年，甚至一代一代地等待收获创业的果实。因此，在过去的世界里，成功企业家也得等上几代才能成为“万两白银”户、百万富翁，而成为亿万富翁几乎是不可能的事，因为“富不过三代”的魔咒会终止创业者后代的收入流。因此，在没有股市的社会里，再有钱的人家也不会有钱得离谱，贫富收入差距有限。

可是，股票市场改变了财富数量级。股市给上市公司股票定的价，在本质上是对未来的定价，是对创业者创办的企业之未来无限多年收入预期的贴现定价。现代公司治理让公司能脱离创始人的有限生命而永久地经营下去，使公司的寿命没有明确的上限，于是，微软未来无限多年收入预期的贴现值可以有2000多亿美元，盖茨二十几岁时就成了亿万美元富翁；同样，李彦宏和马化腾都是三十几岁就成为数十亿美元富翁。股市让他们不需要等几十年、几代才能实现创业的果实，而是现在就能把公司的未来变现，当即成为亿万美元富翁。

以马化腾为例。从2004年到2011年，腾讯的利润分别为4.4亿元、4.8亿元、10.6亿元、15.6亿元、27.8亿元、52.2亿元、81亿元和102亿元。马化腾持有腾讯14%的股权。假如腾讯没有在中国香港上市，也就是说还没办法对腾讯未来做定价，那么，马化腾的个人财富只能通过过去的收入体现，即大约等于过去这些年腾讯的利润总和乘以14%，也就是41.8亿元。这里，我们当然是假定即使腾讯没上市，其利润也如2004年上市后的一样，这一假定在现实中难以成立，但我们不妨以这个为基

础计算马化腾的个人财富（尽管这明显是高估了）。由此知道，如果腾讯没有上市，马化腾最多只有41.8亿元，这虽然也是巨大的财富，但远远低于他今天近600亿港元的个人财富，而这近600亿港元的财富来源于股票市场对腾讯未来的定价。

这说明，虽然传统社会和现代社会的企业与个人都有未来收入预期，只是以前没有资本市场，没办法对未来收入预期做定价，也没办法把未来收入转变成今天就能算数、就能花的财富，因此，过去即使张三创业成功，有很好的未来收入预期，人们也不一定认为他是百万富翁、亿万富翁。

由此看到，今天有那么多亿万富翁，首富都是几千亿美元的身家，至少部分是资本市场所致，因资本市场对未来做定价而来，是资本市场量化了未来收入预期才有了那么多的亿万富翁，而不是因为企业家、资本家更贪婪或剥削更深重的结果。对于由资本市场带来的这种财富差距幻觉，政策和法律层面不一定需要做出反应，因为过去和现今社会都有未来收入预期，只是一个没有对这些收入预期定价，而另一个有。

挑战在哪里

收入差距、财富差距在拉大，这是现实，也是“占领华尔街”运动的大致背景。当然，收入差距拉大的起因很多，其中，交通运输技术、信息技术、互联网为全球化提供了基础，而全球化在一定程度上使“赢者通吃”的地理范围不断扩大延伸，这样，有能力的群体成为世界佼佼者，享受前所未有的收入，集中大量财富；而规模化商业模式一方面造就一批新的亿万富翁，另一方面将许多传统夫妻店挤出，让众多小本经营业主加入工薪大军。这些因素使收入分配、财富分配向两个极端分化。

但这些因素跟贪婪、剥削没关系，政府要做的显然不是禁止技术革新，更不是去阻挡全球化，因为抑制革新的动力、降低全球化的举措都会逆转人类社会的进程。各国政府可以做的是为社会底层提供基本的生活保障，给那些在竞争中不幸运或者天生人力资本不足的人体面生活的机会。激励上升通道与保障底层同时进行，方为上策。除此之外，强化教育和科研，提升全社会的人力资本，是应对现代经济现实的良方，在国家层面如此，在个人层面更是如此。可以说，我们这个时代人力资本的价值高于任何时代。

在任何国家，政府权力都可能会扭曲不同群体的收入机会。但是，当政府不垄断金融资源、企业以民营为主、征税权受到有效制约、行政管制不是无孔不入时，权力就不会有那么高的价值，掌握权力或接近权力的人不见得能轻易成为亿万富翁，行贿的动力不大，权力就不会是扭曲收入分配的主因。相反，如果在一个国家里，一方面是政府权力不受制约，而另一方面各类资源和审批权又都掌握在政府手中，那就真的是政府想让谁成为亿万富翁，谁就能立即成为亿万富翁。在政府权力不受制约的情况下，这些亿万富翁机会自然属于权力者和他们的亲戚朋友关系户了。

在我们思考、讨论中国收入差距问题时，不能简单地回到所谓“公平与效率”“政府与市场”到底该侧重哪一方的老框架上，而是必须看到现代经济的特征，认清新型行业在创造价值时跟传统产业的差异，否则在政策层面难以对症下药。我们尤其不能假定“政府等于公平”，不能认为“如果你在公平与效率中选择了公平，那么在政府与市场中你就选择了政府”，而是要看政府本身是如何组织的，要看权力部门、掌权者是否受到必要的监督制约。否则，把更多资源、更多管制权给予政府，等于让权力关系在收入机会分配中起更大的决定作用。当政府权力不受制约时，在“政府与市场”中选择给政府更多权力，只会导致更多的不公平，收入差距不降反升。所以，扭转收入差距的最重要一步是进行实实在在的体制改革。

---

[1] 原文发表于《经济观察报》，2012年7月16日。有删改。

第6章

21世纪的资本为何不同[1]

——评《21世纪资本论》

收入差距、贫富差距是一个永恒话题。《论语》说："不患寡而患不均，不患贫而患不安。"在孔子之后的2000余年，从诗人、词人、小说家到思想家，关于贫富差距的论述数不胜数，但都是基于生活中的局部观察有感而发，不是基于系统的长时段大样本数据，更不是基于严谨的量化分析。

法国经济学家托马斯·皮凯蒂的《21世纪资本论》就试图克服过去的缺陷，应用量化历史研究范式，通过收集自18世纪以来法国、英国、美国、日本以及其他发达国家和新兴市场国家的家庭与个人财富资料，对多国跨两个多世纪的财富分配与收入分配图景进行翔实分析和解读，让我们更加客观地看到人类社会财富分配结构的变迁史。

皮凯蒂教授的数据显示，正如马克思和其他19世纪学者所说的那样，19世纪的工业革命使得财富逐步往少数人手里集中，资本收益相对劳工收益的比值日益升高，这个趋势到1914年的第一次世界大战之前，也就是第一轮全球化结束之前达到顶峰（美国是例外，它的贫富差距要到经济大萧条之前的1929年左右才达到顶峰）。在20世纪初的欧美，10%最富有的人的收入占据国民收入的46%；从西欧到日本等国家，财富差距从一战开始下降，这一下降趋势一直持续到20世纪70年代，财富分配结构、收入分配差距经历了60多年的持续改善，资本收益占比下跌，财富与收入分配的集中度都在降低。但是，随着20世纪70年代末期新一轮全球化的重启，世界的贫富差距重新恶化，不管是美国、西欧、日本这些发达国家，还是巴西、印度、印度尼西亚等这些新兴市场国家，财富和收入再次往少数人手里集中，到今天仍然在继续。当前在美国，10%最富有的人掌握了全社会48%的财富，而1%最富有的人掌握了20%的财富。在皮凯蒂教授看来，现有制度只会让富人更富、穷人更穷。

当然，对于皮凯蒂所说的，我们正在倒退回"承袭制资本主义"年代，未来世界将进入前所未有的"拼爹游戏"，这一结论值得商榷。比

如，今天美国1%最富、10%最富的人群跟50年前、100年前的最富群体有多大的重叠？如果“最富1%”“最富10%”群体总在不断变化，社会阶层流动程度足够高，那么，即使最富1%的收入占比很高甚至越来越高，“拼爹”也未必能保证成功。所以，收入集中度的提升跟“拼爹时代”不是一回事。

那么，到底该如何理解现代经济下的贫富差距？现今的贫富差距有多少是制度所致，多少是现代经济的客观本质所致？世界的未来真的像皮凯蒂教授所预言的那样吗？我们必须看到，皮凯蒂教授研究的两个多世纪中，财富分配不均的持续恶化主要发生在两个时段：19世纪后半期到1913年（第一轮全球化）和1980年至今的30余年（第二轮全球化）。两轮全球化不仅都经历了市场地理范围的大规模拓展，而且都经历了改变人类的技术革命。既然这样，皮凯蒂教授对世界贫富差距会失控恶化的担心是否是多余的？正如库兹涅茨所阐述的，贫富差距的短期恶化或许是特殊发展期的特殊现象。

财富分配、收入分配和消费分配

对于人类来说，财富分配，甚至收入分配本身不是问题的关键，更为关键的是消费分配。因为不管是在经济学理论还是在现实中，每个人的幸福或说效用直接取决于消费，而不是货币收入和财富本身。如果消费分配不很极端而是比较平衡，那么，即使财富分配过度集中，也不会那么糟糕。道理在于：一个人不会因为他是亿万富翁而每天吃100顿饭，或者大热天穿100件衣服，因为吃多了会发胖，穿多了也太热。在笔者1986年刚到美国时，感受最深的事情之一是：在那里，你很难根据一个人的穿着和吃的东西判断他的财富水平，因为不管穷人还是富人，都能有钱买到差不多的基本生活品。

在2013年发表的一份很有影响力的研究中，芝加哥大学迈耶（Meyer）和沙利文（Sullivan）两位教授发现，从2000年到2011年底，美国最富的10%的人的收入为最穷的10%的人的收入的5.3倍，2011年底上升到6.4倍。可是，最富的10%的人的消费跟最穷的10%的人的消费比，同期却有所下降，即2000年时前者的消费为后者的4.2倍，2011年底下降到3.9倍。2008年的金融危机是否过多打击了穷人、帮助了富人呢？从2007年底到2011年的4年危机高峰期，最富的10%的人跟最穷的10%的人的收入比，从原来的5.8倍上升到6.3倍，收入差距

拉大了，而两者的消费比从4.3倍下降到3.9倍。相对于金融危机之前，美国富人和穷人的消费都因危机冲击而下降，但富人消费下降的幅度更大。这两位教授的研究也基本印证了笔者之前的生活感受。从消费的角度看，不平等没有恶化，反倒在改善。

所以，现代经济学家一般认为，固然应该关注并重视财富差距、收入差距，但更为重要的是消费差距，后者的失控会直接影响到社会稳定、政治稳定。我们中国人常说，“财富生不带来，死不带去”，财富规模达到一定水平后，对财富所有者的生活难有实质影响，但消费是更为直接的，是每个人能感受到的。正因为上述原因，财富差距一般都远大于收入差距，而收入差距又大于消费差距。遗憾的是，皮凯蒂教授只关注财富分配结构、收入分配结构的历史变迁和未来走向，但没有谈到消费分配的变迁史，这是其著作的一项缺陷。

其实，在游牧原始社会时期，因为没有剩余，也就没有财富分配可言；人口稀少，土地、资源到处都是，也无所谓属于谁的私有财富。所以，当时只有劳动收入，没有资产性收入。同时，因为没有货币，没有市场交换，收入以猎物、果实的形式表现，所以，收入基本等于消费，收入分配结构就是消费分配结构。即使到了农业社会，多数时期生产是为自给自足，货币化交易占比很少，虽然财富分配、收入分配和消费分配三者开始分离，但三者之差不是特别离谱，财富差距、收入差距和消费差距基本相当，尤其是收入差距和消费差距基本一致，研究财富差距、收入差距基本等同于研究消费差距。

可是，随着货币化、市场化的深化，尤其是工业革命以来的技术变革大大加快了货币化和金融化发展之后，过去两个多世纪里，财富分配、收入分配和消费分配三者不再是同一回事，它们之间的距离越来越远。

第一，资本的崛起使有产者和无产者之间以及不同有产者之间在劳动收入之外的收入出现分离，因而财富分配和收入分配不再同步，而是可以大为不同。

第二，旱灾、水灾、地震、战争等天灾人祸会短期冲击收入分配，但会更加广泛、深入地打击财富分配结构，财富越多的家庭受天灾人祸尤其是战争的冲击就越多，因此天灾人祸时常使财富分配和收入分配出现巨大分化。据皮凯蒂教授估算，在一战之前的1913年，法国最富的1%家庭的财富占全社会财富的55%，但经历两次世界大战冲击之后，到1947年，他们的财富占比下降到30%，财富集中度大大下降。正因为富

人的财富占比受战争打击最大，尽管他们的劳动工资收入占全社会工资收入的比重在二战后和一战前基本一样（6.2%），但资本收入的重挫使最富1%阶层占社会总收入的比重从一战前的19%，下降到二战后的8%。因此，战争等天灾人祸可以剧烈地改变财富分配和收入分配的相对关系。

第三，由于各类保险、退休养老基金及其他投资基金等金融产品的丰富发展，加上政府保障体系的建立，收入可以因天灾人祸等风险事件而波动起伏，因生老病残而变化莫测，但消费却能保持平稳，进而使收入分配可能非常不平稳，但人际消费差距却可以相对较小。比如，假如一旦感染上一种病毒，就需要一亿元才能治好，而每个人每年有千万分之一的概率感染上，也就是说每人每年需要10元的预期治疗费用。如果没有针对这种疾病的医疗保险，一旦感染上这种病毒，就会大大冲击家庭和个人的财富，改变财富分配和收入分配。在这种情况下，每个三口人的家庭需要存满3亿元才能完全防范这一病毒，否则，如果全家三口人都感染上，就会给全家的财富和收入带来巨大冲击，消费会难有着落并挑战生存。如果有针对此病毒的医疗保险，那么，全家每年支付三十几元保费就能覆盖病毒风险，这是富人和穷人都付得起的保费，其好处是把消费与疾病风险隔离开来。由此可见，19世纪以来不断丰富和深化的金融革命与20世纪兴起的现代社会保障体系，真正使消费分配与财富分配、收入分配出现分离，财富与收入可能会越来越往少数人手里集中，但消费分配照样能保持稳定，甚至变得更加平等。美国、西欧国家在20世纪的经历都是如此。

以前我们倾向于接受皮凯蒂教授的观点，即贫富差距太大会导致社会动荡甚至革命，不患寡但患不均。可是，社会学家托米·本特森、康文林与李中清等人在《压力下的生活：1700—1900年欧洲与亚洲的死亡率和生活水平》一书中谈到，到19世纪后期，中国农村的土地分配差距和收入差距远低于瑞典、比利时、意大利和日本的乡村，按理说这些西欧国家和日本更可能发生农民革命或其他社会动乱，但实际情况相反，是中国发生了更多动乱。一个重要原因可能是，西欧教会渗透社会的各个层面，以及后来的政府福利远高于中国，这些对风险事件起到了重要的缓冲作用。所以，那些国家的消费分配不完全取决于收入分配和财富分配，尤其是社会底层的消费得到教会和政府福利补贴较多。但在当时的中国，除了宗族血缘网络内的互助救济外，其他民间救济有限，也缺失政府福利，因此收入差距更容易变成消费差距，进而更容易激发社会动荡。

从国与国的比较中我们可以看到，收入差距甚至在一定条件下能促进人类进步。按照经济史学家安格斯·麦迪森的估算，公元1500年时富国人均GDP大约为穷国的1.5倍，到工业革命早期的1800年，富国人均收入是穷国的4倍，到1900年这个差距扩大到10倍，而在2000年时则超过20倍。虽然过去500年国与国之间的贫富差距加大了很多倍，但是我们不能否认，从中国、印度到非洲国家，人们的生存状况同期都发生了翻天覆地的变化，既走出了野蛮，又比历史上任何时期都更好地解决了温饱。全球绝对贫困人口在减少，人均受教育水平、医疗条件、预期寿命等反映人类发展的重要指标在持续改善。即便是穷人，其绝对生活水平也有显著提高。有些国家先富起来，穷国也得到好处。

如果查看1913年之前的媒体和学者的评论，我们会发现，正是那个时期富国人均收入已经是穷国的10多倍，给中国、印度等造成了巨大的发展压力，也给后者提供了许多可以模仿引进的成熟技术。可是，两次世界大战打断了这个进程，穷国没有机会奋力追赶。如果没有两次大战，或许中国等“金砖国家”在那个时期就能利用后发优势快速追赶，而不是要等到1980年之后。当然，到20世纪80年代“冷战”结束时，富国跟穷国的差距更大了，穷国的发展压力更大，这在相当程度上造就了中国的崛起，成全了“金砖国家”。可以说，贫富差距带来了发展动力。

所以，对于现代社会，只要消费差距不失控，并且低收入人群也能有体面生活，其他差距不一定是坏事。

是货币化惹的祸吗

人类不断的货币化与金融化，把消费分配跟收入与财富分配之间的距离拉大了，三者不再是一回事。皮凯蒂、斯蒂格利茨和其他一些学者都认为改变资本制度是纠正收入差距的根本出路。之所以如此，是由于他们把注意力更多地放在了财富分配上。

一个事实是：上帝造人，并非人人天赋均等。我们可能都希望自己像姚明那样打篮球、像爱因斯坦那样研究科学、像盖茨那样设计软件，但自己的天赋如何，大致是既成现实，难以改变。既然人人天赋各异，那么，应该怎样设计制度，才能最大程度地发挥少数天才的潜力，为人类做出贡献，推动人类进步呢？很显然，如果制度的目标是人人收入平等，恐怕很难激发天才的动力。

当然，也可以像计划经济那样禁止货币化、金融化，使经济活动完全实体化，即让收入和财富都只能以粮食、禽畜肉、鱼、衣服、房子、土地等实物体现，使人类交换也只能按以物易物的方式进行。那样，人的成功不再以货币收入、金钱财富的多少来体现，而是以赚了多少斤肉、多少斤鱼、多少斤粮食、多少件衣服、多少间房子来衡量。如前所述，如果是这样，顶尖天才的潜力发挥到一定程度就必然会停止，因为人体每天的热量需求毕竟只有2000千卡左右，吃多了会长胖，所需要穿的衣服也不会因收入的增加而增加，大热天穿多了会受不了，等等。因此，当经济完全实体化并禁止货币化时，等于给每个人的收入追求和财富追求设定了上限，抑制了天才最大限度发挥潜能的动力。

比如，假如土地的多少是衡量个人成功和财富的唯一标准，也是财富的唯一载体，谁拥有的土地多，谁就是社会中更加成功的人士，那么，世界上的财富就会很有限，因为全世界的土地量是给定的、有限的。同理，若以黄金、白银作为成功、财富的唯一度量，最终也会限制对于能者的激励，因为这些实物也是有限的，是不能再创造的，会限定世界财富总量。那样，创业、商业就成了零和博弈。也就是说，用实物作为财富的度量和成功的象征，只会把商业、财富分配变成你死我活的斗争，零和博弈下的创业难有价值创造。于是我们会看到，在基于信用货币的现代经济到来之前，人类社会普遍鄙视商业、鄙视创业。

在价值的度量衡被信用货币化、财富被金融资本化之后，由于信用货币量、金融资本量不受实物量的制约，社会的金融财富总量是没有上限的，每个人可以追求的收入与财富也没有上限。尤其重要的是，企业家、创业者所能得到的财富不一定是以挤掉别人的财富为前提，而是纯粹的新创造！

腾讯公司就有几栋楼，占地面积才一两平方公里，但它的总市值却接近2000亿美元（2020年腾讯市值已超过6000亿美元）；阿里巴巴集团的市值则超过这一数字（2020年阿里巴巴市值突破8000亿美元）。这些公司的市值显然不是根据它们占有多少土地、拥有多少楼房实物资产或者投入多少劳动时间来定的，而是对这些公司未来无限多年收入预期进行货币化的结果，是对未来定价的结果。腾讯股权、阿里巴巴股权所代表的金融财富，不是靠取代或挤压其他财富而得来的，是中国财富的纯增量。

世界上的公司数量没有上限，创业者每多创造一家成功的公司，就给世界金融财富提供了新的增量。所以，过去200多年来，随着货币

化、金融化的深入发展，不仅创业者、企业家可以不受限制地发挥他们的天赋潜力，而且人类总的财富和收入也在不断增加。

也就是说，在货币化、金融化使财富创造不再是零和博弈，财富分配不再是你死我活的斗争之后，我们不能再像人类社会货币化之前那样看待收入分配与财富分配，因为现在的收入差距跟之前的不是同一回事，不完全可比。这就是为什么我们前面谈到，只要消费差距不失控，只要社会保障体系让低收入群体能体面生活，富有者所拥有的巨额金融财富，更多的是一些具有激励作用、让人感觉良好的数字而已。

每个时代的学者都会为贫富差距担忧，尽管回头来看，过去许多担忧是多余的。正如皮凯蒂教授在书中总结的，在18世纪末人类还处于农业社会时，土地是财富的主要载体，当时的思想家就担心土地分配差距会使人类走向致命的不平等，“均田地”总是很有号召力。在那个时期的李嘉图看来，随着人口和产出的双重增长，土地只会变得更加稀缺，土地价格和租金收益只会越来越高；如果土地分配非常不平等，那么社会收入的分配结构也会变得越来越不平等。到了19世纪后半期，随着工业革命的深化，土地分配不再被看成收入不平等的主要根源，马克思观察到并判定：工业资本的分配结构才是收入分配的决定性因素，拥有厂房、机器设备等工业资本的人必然会占有越来越高的国民收入份额，而劳动者的所得占比只会越来越低，让工人阶级走向长期贫困，也因此成为“资本主义的掘墓人”。

可是，过去的土地分配不平等、工业资本分配不平等并没有将人类带向暴力革命，资本主义继续调整适应至今。

到今天，皮凯蒂、斯蒂格利茨不再把注意力放在土地分配上，也不把注意力专注于机器设备、厂房等有形工业资本的分配结构上，而是到金融资本上找“掘墓人”。因为金融资本比土地和工业资本具有更加快速、更加低成本的流动性，所以，一旦发现高收益预期的投资机会、创业机会，金融资本家可以比土地资本家、工业资本家更轻松地将资本投入其中，能更快、更多地赚取数倍的投资回报，也能轻易地跨越国界流动。于是，在今天的世界，谁掌握更多的金融资本，谁就更能在收入竞争中胜出。那么，金融资本在不同群体中的分配差距是否会最终把人类带向革命呢？是否真的是“这次不一样”？

过去的历史至少告诉我们，不能再停留在“土地兼并买卖会导致贫富不均从而必须均田地”“工业资本的积累会导致无产阶级的贫困化从而必须埋葬资本主义私有制”的认知层面，金融资本的崛起已经用事实否定了

原来对“土地资本”“产业资本”的恐惧。现在，面对金融资本，我们一方面要避免过去的误判，另一方面也需要新的认知。

现代经济怎么了

金融资本的确使现代经济天翻地覆，也改变了不同群体的收入前景，但这些改变不是制度的结果，而是由金融资本催化的新兴行业所致。

有人可能会说这些现代技术带来的赚钱方式的变革只是“肥了”金融资本家，并没有给普通人带来利益。我们应该承认，新兴经济一方面极大地促进了财富的集中与收入差距的扩大，但另一方面，新兴经济与IT（信息技术）的发展也为全球范围内的资源共享、消费均等化，特别是缩小不同收入人群间的知识与信息鸿沟等创造了更多的机会和条件。以前只有有钱人才能用得上的计算机，在竞争带来的价格大跌之后，如今普通人基本都能用得起；今天的国人不出国门，就可以通过互联网学习耶鲁大学希勒教授的金融学课程；网络医疗的进步使得以前只有达官贵人才能享受的医学会诊，如今普通人也能享受；IT业的产品在销售过一定的数量、获取必要的收益之后，再免费提供给民众，也是零成本的；等等。这些无疑都有利于促进人类的生活水平和发展机会的均等。

看到皮凯蒂教授的《21世纪资本论》，我们会本能地想到要通过制度调整去强行“纠正”收入分配，却忘记了在现代经济体里最为根本的是消费分配，而不是简单意义上的收入分配，更不是财富分配结构。在这个层面，我们或许能清楚地看到，19世纪以来最具创新、创业活力的国家不是法国或其他欧洲大陆国家，而是在北美的美国。这一状况不是偶然的，而是基于制度设计的必然：第一，定位于人人机会平等，而不是结果平等；第二，为不幸者提供底层基本社会保障，确保每个人的基本生活；第三，给能者提供最大限度发挥潜力的正面激励。只要能做到这些，成功者实现的合法收入再高，我们都应该为他们庆祝。

---

[1] 本文为作者在2014年8月亚布力中国企业家论坛上的发言。有删改。

第7章

金融市场是克服民主制度缺陷的一种手段[1]

福利国家作为20世纪欧洲国家的新形态，曾经引发学界和社会的广泛讨论。在2008年金融危机之后，随着各国政府大举救市并推出更多福利政策，政府的角色又被推到新高，质疑声再次被掩盖。可是，天下没有免费的午餐，2010年西欧政府的债务危机一波接一波地出现，一时间不同程度的财政危机与债务危机席卷欧美国家，评级机构对美国、希腊等国的主权债务评级几次下调，使得这场危机包含了诸多象征意义。这时候，诸多评论开始认为，这场危机的根本原因之一是支撑这些福利国家的庞大政府开支，危机迫使人们看到福利国家难以持续，因为这些国家必须削减福利开支，勒紧裤腰带，否则危机无法解决。

债务危机的缘起

2010年后，在美国、西欧国家出现的国债危机和财政赤字危机，在相当程度上是对过去几十年西方发达国家以及日本所执行的福利国家制度的一种否决。在西方国家，基本没有国有企业，为了支持大规模福利项目，它们必然靠税收。但是，老百姓愿意缴的税不是无止境的，尤其西欧的有些国家的税率已达到收入的60%，甚至接近70%。特别是在金融危机后，人们的收入受到打击，还按照60%左右的税率给国家缴税，这是很难的。于是，财政开支难以减少，财政收入又难以增加，矛盾就产生了。这就是我们今天看到的财政危机和国债危机。这些危机在相当程度上否定了福利国家这种形式，昭示了这种制度安排不可持续。

回头看，在美国，正是金融危机期间奥巴马政府庞大的刺激政策，才使美国2009年财政赤字膨胀到16000多亿美元，占美国GDP的12%。那年奥巴马刚做总统，就让政府开出1.3万多亿美元的刺激方案支持美国经济，其中一些钱用于支持本来买不起房的人去买房子，砸进本来就投资过剩的房地产业。

始于2007年的次贷危机，就是因为金融机构把钱贷给没偿还能力的人去买房子。可是，后来随着危机的恶化，为了让美国经济走出低谷，

奥巴马政府又犯了之前金融机构犯下的错误，大张旗鼓地给缺乏偿还能力的人提供支持，以零首付和8000美元补贴鼓励他们买房子，将更多社会资源投到房地产，把好钱扔成坏钱，造成资源的进一步错配。

所以，美国政府花了1.3万亿美元救经济后，失业率仍然在10%左右，这一点都不奇怪。这说明，对经济的刺激政策低效，只是把金融危机带来的后果往后拖延了。到了2010年、2011年，美债问题使市场不断震荡，包括信用评级机构也降低了美国主权债评级，这些现象等于否定了美国之前几年的经济刺激政策。政府救市行不通，并不能解决问题，只是短期的强心针。

福利国家不应该成为一种长久的国家形式，大政府主义最后带来的是财政危机和债务危机。2010年开始的财政危机、国债危机是对凯恩斯主义的否定。许多人原来以为让政府花钱去救市、救经济是很好的解救金融危机的办法，但是，后来我们看到，2008年金融危机期间各国采用的凯恩斯主义手段，包括量化宽松货币政策，只是把问题掩盖起来，放大道德风险，浪费了很多资源，但问题照样没有解决。其结果是把金融危机从市场转到了政府手里，让政府赤字失控、国债失控。那些凯恩斯主义的做法不只是把问题延后，同时也使结构性问题继续恶化。就像在中国，金融危机后的救市政策不仅没减少中国经济对出口和投资的依赖，反而强化了这些结构性依赖。

也有观点认为美国算不上福利国家，是典型的“小政府，大社会”，公共开支占GDP的比重相对欧洲国家低很多。那为什么过去几年美国也会经历一波又一波的财政危机呢？的确，美国跟西欧国家比，其“福利国家”的程度要低很多，这也是为什么美国的财政危机、国债危机远没有希腊、葡萄牙、西班牙、意大利那么严重。美国国债余额是GDP的1倍左右，比二战结束时它的相对国债水平要低，那时的国债为GDP的1.3倍左右；在1830年前后，英国的国债余额为其GDP的2.6倍，二战结束时为GDP的2.3倍左右；1650年时荷兰国债为GDP的1.3倍，到1715年达到GDP的2倍；等等。所以，美国的国债并没有达到不可救药的地步。

可是，我们必须看到，即使像美国这样的现代“小政府、大社会”标杆国家，其政府规模也是史无前例的，至少比历史上的政府规模大很多。比如，1760年中国的乾隆王朝，财政税收一年也就5000万两白银，相当于当时200万个北京工匠的年收入。而美国联邦政府，即使一年的财政收入比较低，也在2.2万亿美元左右，相当于六七千万美国人的年收入，是乾隆政府收入规模的35倍左右，尽管那时的中国人口比现在

的3亿美国人口还要多。所以，乾隆时期的中国政府才是真正的小政府！这本身也说明现代福利国家政府的规模已经大得离谱，大到不能持续了。财政危机、国债危机恰恰在提醒人们这一点。

福利国家如何终结

从2008年的金融危机和2010年后的财政与国债危机我们看到，市场和政府都有它们出问题的时候，这都是人性决定的，关键在于两害相权要取其轻。权衡之下，自由市场更靠得住，因为市场是基于“花自己的钱才心疼”的人性原则，把决策权留给财产所有者，留给利益的最直接相关者；而政府不是，政府配置资源受到“花别人的钱不心疼”的人性诅咒，官员再称职也是在花别人的钱，很难靠得住，代理风险太大。这就是为什么从1978年中国改革开放开始，到1980年里根在美国、撒切尔夫人在英国的私有化改革，再到1991年印度的市场化改革，在全球范围内各国都进行了大刀阔斧的市场化改革，放松政府对经济的管制，为之后长达30年的全球化经济发展、财富增长奠定了基础。之所以全球几乎所有国家都做出了类似的选择，把资源配置权交给市场而不是政府，道理就在此。

遗憾的是，许多人，包括很多学者，普遍健忘。在2008年金融危机到来后，人们忘记了20世纪80年代全球各国为什么要市场化改革，又很快投靠政府，由政府重新接管经济、干预经济、大规模救市，甚至重新国有化，他们忘记了这样做会像20世纪80年代之前那样把世界经济带到财政危机、国债危机的边缘。世界许多国家之所以在20世纪70年代进入财政危机，政府失灵，必须进行改革，就是因为“花别人的钱不心疼”这个大道理所隐含的“政府失灵”的危机。希望2010年以来的财政危机、国债危机能够让人们真正从对政府的迷信中走出来。

人们可能会说，20世纪30年代经济大萧条后，美国推行罗斯福新政，二战后西欧福利国家开始兴起，一直到20世纪70年代才暴露出福利国家的潜在危机，为1980年后里根和撒切尔夫人的改革奠定基础。最近的这次财政危机虽然使福利国家重新备受质疑，但跟之前的情况不同。

从本质上看，这次当然没有太大区别。福利国家必然意味着大政府以及效率损失，所以，政府福利项目应该遵照最小化的原则，少征税，避免让社会对政府的依赖上瘾。的确，政府必须给社会的不幸者、失败者提供最基本的社会保障，让他们过上体面的生活，但是不能过分，社

会低保不能高到让人们失去寻找就业、奋发向上的动力，不能让人们即使没工作、靠福利生活也不愿意去麦当劳打工，不能让人们像通用汽车的工人一样即使工作没贡献也能每小时得到七八十美元的报酬。现在，连美国也靠“大锅饭”太近，西欧国家就更不用说了。市场是基于财产私有、自由选择，但是有一个前提，就是选择的结果也要自己负责，两者要匹配。如果政府福利太好，就会打乱自由选择跟后果自负之间的平衡关系，破坏权利与责任必须对等的原则。所以，政府该做的是保护私有财产，制定和维护市场规则，而不是别的。

国内外一些学者认为前些年西方国家的财政危机与国债危机是西方政治制度的危机，其实，他们是把选举制度跟金融市场分离开来看了。当然，如果单纯把政治制度孤立起来，要求政治制度自身能解决所有问题，那你真的可以说西方选举政治找不到财政危机的自救办法，因为没有几个政客敢承诺削减福利而同时还希望选举成功的，主张削减政府开支的人不容易得到选票。但是，这是一种片面的视角，因为在美国和其他西方社会，金融市场是整个社会制度生态不可分割的一部分：当政治决策过程无法找到财政危机的解决方案时，往往需要金融市场来表态，通过金融市场的动荡倒逼政治决策过程，倒逼政府政策，倒逼社会让步。金融市场的动荡给政府决策人以理由去推动削减福利、削减政府开支的政策，让政策回归理性。也就是说，金融市场是克服民主制度缺陷的一种手段。不了解这一点，就不能理解西方社会过去几百年的历史，也难以理解西方社会的未来。

道理很简单，虽然选举政治会偏好给选民保证各类福利的候选人，并使政府开支不断膨胀，但这些民主政府一般都会有负债，需要经常在金融市场上发债融资，否则它们难以为继。这样一来，选民和政客可以使政府福利膨胀，但债券市场的投资者可以“用脚投票”，抛售这些政府发行的公债，使债券市场和其他金融市场出现动荡，让这样的政府要么融不到所需的资金，要么就得支付很高的融资成本，这些都会给该国的经济和政府带来很大压力。从这个意义上讲，或者说辩证地看，金融市场上的“用脚投票”使债券价格大跌，威胁政府赤字融资的前景。这不是坏事，而是金融市场本来就应该发挥的作用，是金融市场对现代选举政治体制的补充，或者说是现代政治体制不可或缺的一部分。所以，看到信用评级公司降低美国国债或希腊、葡萄牙等国的信用级别以后，市场震动巨大，我当时就认为这是好事，因为这恰恰是金融市场发挥作用的方式，通过“用脚投票”倒逼越来越失控的福利国家政府，这是必要的痛苦。只有这样，选举政治才能得到平衡。离开金融市场，西方民主政治

体系就难以在内在逻辑上长久自洽。

对中国的启示

欧美国家债务失控，或许是因为政治权力太受选民的制约，因为选民喜欢政府多施舍、多提供福利，所以财政开支失控，债务膨胀。在欧美，问题不完全出在官员身上，不是掌权者的权力失控所致。

从欧盟的经历中，我们看到，不受制约的政府财政是不可能持续的。

很多国内朋友不能理解：美国这么富有，但它怎么还会欠债14多万亿美元，政府怎么会这么穷？

其实，美国社会的财富都在民间，是藏富于民的社会。美国民间富有，但政府照样可以没有钱，而且政府最好是经常性地缺钱，只有这样，政府的权力才可能被关进笼子里。

举个例子，《经济学人》杂志曾讲到过，美国财政部曾连续几年负债累累，2010年一段时间账面上只有448亿美元。相比之下，苹果公司没有任何负债，账面上的资产高达463亿美元。这么比较起来，一个美国政府还不如苹果、高盛这样的公司有钱。其实，换一个角度理解，这恰恰表明了美国民间社会很富，我们千万不要把民间财富跟政府财富混在一起。

---

[1] 本文主体内容写于2011年。

第8章

国债破产、财政危机或许是必要的“魔鬼”

金融危机冲击了美国及西欧的发达国家，也挑战了现有金融秩序，这些都是近几年谈得最多的主题之一。回想起来，当2011年西方国家正处于财政危机与国债危机之时，人们对美国尤其西欧等发达经济体甚为担忧，随处听到“美国完蛋了”“欧洲完蛋了”的声音，而对中国、印度等“金砖国家”像以前一样，继续看好，认为是增长亮点，增速远高于发达国家。

到了今天，不仅发达国家没有垮，欧元区还继续活着，而且美国经济开始强劲恢复，并重新引领世界经济，连西欧的不少国家也稳步走上复苏轨道，尽管它们不可避免地还会经历波折。那么，如何认识发达经济体最近的债务负担？它们的财政赤字和高负债是否会让其崩溃，并引发下一轮金融危机？认清这些问题无疑是摸清、判断全球经济未来走向的关键。

发达国家债务是全球经济的主要变数

关于各国的政府负债水平，有许多不同估算，主要是因为：有的国家区分中央与地方政府负债而有的不分；有的国家以外债为主，而有的国家主要是内债；有的国家将本国各级政府机构持有的国债排除，而有些国家的国债不做如此区分。如果不做细分，到2010年底，世界主要经济体中，日本政府债务规模相对最高，是GDP的2.2倍多，然后依次是希腊，国债为GDP的1.5倍，冰岛为1.3倍，爱尔兰为0.98倍，这三个国家已经发生了国债违约重组。当时让世界担忧的几个国家是意大利（国债为GDP的1.2倍）、西班牙（0.7倍）、葡萄牙（0.9倍）。法国负债也不低，为GDP的0.9倍，英国为0.8倍。欧盟国家平均负债为GDP的0.84倍，财政赤字普遍在GDP的10%左右，远高于历史平均水平。

2012年美国联邦政府总负债超过16万亿美元，是GDP的1倍多；2010年的财政赤字有1.3万亿美元，为GDP的9%。而美国州政府公债约为2.5万亿美元，50个州政府中多个州财政赤字超过10%。

相对而言，自20世纪80年代以来，连续多年跟“外债危机”“银行危机”这些词连在一起的拉美、亚洲和东欧国家，主权债情况却都在可控范围内。巴西国债为GDP的0.6倍，财政赤字仅占3%.乌拉圭国债为GDP的0.52倍，阿根廷为0.5倍，哥伦比亚为0.45倍，墨西哥为0.41倍，委内瑞拉为0.25倍，秘鲁为0.24倍；印度和菲律宾为0.55倍，马来西亚为0.52倍，泰国为0.42倍，印尼为0.26倍，韩国为0.24倍；波兰为0.5倍，斯洛伐克为0.41倍，捷克为0.4倍，乌克兰为0.38倍，罗马尼亚为0.35倍，俄罗斯为0.07倍。

因此，从政府负债水平看，过去传统的“问题”国家即发展中国家与发达国家比，真的是冰火两重天。发达国家与新兴国家的这种反差是二战以来首次出现的。这种局面在历史上有过，但以前每次出现这种发达国家的政府负债累累、发展中国家的政府相对富足的局面之后，都以当初负债累累的发达国家变得更加发达而结束。

各国负债小史

为了更好地理解今天的格局并帮助判断未来，我们先来回顾一下历史。

在19世纪初期之前，政府负债并偶尔出现政府债务破产，是西欧国家独有的现象，与今天的发展中国家无关，因为那个时期穷国的政府不想借钱，也借不到钱，所以自然不会出现政府债务破产。早期国债经历之差别也决定了今天西方发达国家的政府要比新兴市场国家的政府负债容量更高，发达国家的国债警戒线一般高于新兴市场国家，主要是前者有更为发达的长期债券市场，帮助它们把今天的财政赤字摊平到未来许多年去支付，比如50年债券、100年债券，甚至无期限国债。但是，对于今天的大多数新兴市场国家，迄今仍然没有发达的长期债券市场。如果只能靠短期债券或者靠银行贷款来度过财政赤字危机，那么，这些国家的政府负债容量就很有限，财政赤字的警戒线就低，甚至稍微有点规模的赤字或国债就能把这些国家压垮。

按照詹姆斯·麦克唐纳（James　MacDonald）在其2003年出版的著作《一个深陷债务的自由国家：民主的金融根源》（*A Free Nation Deep in Debt: the Financial Roots of Democracy*）中所述，早在公元前400年的古希腊、公元前200年的罗马共和国，那里的人就不能容忍政府直接征税，迫使那时的希腊政府、罗马共和国政府只能靠公民半自愿捐赠来维

持经常性公共开支。一旦出现诸如战争、自然灾害等大型意外政府开支，就得靠政府负债来对付——通过国债来摊平突发性支付压力。按照他的估算，到公元前200年，罗马共和国的国债余额就相当于其GDP的50%~60%，比今天西欧国家的平均水平稍低。罗马共和国与当时的中国（汉朝）、中东、土耳其、印度等帝国相比，不仅在民主法治与专制这个维度上处于两个极端，而且在政府财政赤字、国债这一维度上也处于两个极端。一方面，古希腊、古罗马的政府负债累累，另一方面，中国、印度等帝国的国库中金银满仓。那时的两大阵营对比，就已经说明民主法治跟“穷政府”存在某种联系，而专制跟“富政府、穷社会”相对应。

可是，在罗马共和国于公元前27年终结。罗马帝国兴起后，政府征税权不断上升，政府财政越来越好，对公债市场的依赖度逐步降低，罗马皇帝权力膨胀。到公元476年，西罗马帝国终结，欧洲全面进入中世纪，公债市场及其他金融市场也随即从欧洲消失。

到13世纪末期，商业和银行开始重现于意大利的佛罗伦萨、威尼斯，而且出于战争开支、水利等公共项目的融资需要，公共债务贷款也重现于欧洲，并于13世纪末在意大利发展出世界上最早的公债交易市场。当时的公债融资，一方面来自大的公共开支，另一方面是由于古希腊罗马公民反对政府直接征税的传统多少有些余绪，使那时的城邦政府不得不通过向民间发债，间接或者变相征税。那样做的意外好处是让佛罗伦萨先于世界其他地方发展出让政府把当期开支摊平到未来许多年的长期债券市场。

西方政府有了公债这项工具，当然得到了巨大便利，它们能更好地解决财政危机，利用未来收入提前发展，但也带来了新问题，那就是政府债务违约或者破产。因为既然能够写个借条、发个债就能得到更多钱花，政府的负债冲动会经常难以抑制，还债危机就必然时而发生。从这个意义上讲，国债引发的政府债务危机是必要的负债冲动修复器和制衡机制。

在爱德华三世掌权期间，英格兰王国于1340年发生第一次公债违约，当时英格兰公债的投资方主要是意大利城邦居民。此后，英国王室还于1472年、1594年分别赖过债权人的账。西班牙在16世纪政府债务破产3次（1557年、1575年和1596年），17世纪再破产3次。而在19世纪之前，法国政府债务破产次数最多，1558年是首次，17世纪债务违约3次，18世纪违约4次，最后一次是1788年，即法国大革命的前夕。法

国政府当时赖账如此频繁，1768—1774年任法国财政大臣的泰雷神父（Abbé Terray）曾说，政府至少每隔百年要债务破产一次，否则难以回归均衡。[1]

如何理解公债市场以及随之而来的政府债务危机现象呢？政府负债是否因为可能导致债务危机而应该被否定？这在今天看来依然是一个十分重要的问题。其实，政府公债市场自13世纪在西方出现并随后持续发展的历史，是西方跟亚洲、中东发展趋势的早期分水岭之一。依据詹姆斯·麦克唐纳的估算，到1600年前后，印度国库金银储存相当于6200万块黄金，土耳其国库储藏约1600万块黄金，中国（明朝）国库藏白银量等值于1500万块黄金，日本国库也是存金万贯。与这些政府富有的传统国家相比，那时的英国、法国、西班牙、葡萄牙等西欧国家政府负债累累。

但是，如果看看这两组国家今天的表现：400年前国库富有的国家今天还是发展中或者是新兴市场国家（只有日本从19世纪末明治维新开始走上现代化的发展道路），而那时政府很穷、国债累累的西方国家今天基本上都是发达国家；400年前政府很穷的国家今天政府似乎还是很穷，而那时政府富有的国家今天政府负债依然相对较低，甚至还有少许财政盈余。400年前的反差似乎再现。这两组国家在今后400年，是否会重复过去400年的经历？理解400年前政府负债累累的国家是如何走向繁荣的，对我们理解发达国家今后的可能走向会非常有益，至少让我们避免一味地否定政府债务累累的国家的发展前景。

自1800年以来，发达国家的政府债务危机主要有两次：第一次是1809—1814年前后，因持续多年的拿破仑战争，法国、普鲁士、奥地利、荷兰、西班牙、瑞典等政府几次财务破产；第二次是1929年金融危机引发了全球经济大危机，使土耳其、德国、希腊、匈牙利、罗马尼亚、波兰等国在1931—1941年间两次财务破产。按照卡门·莱因哈特（Carmen Reinhart）和肯尼斯·罗格夫（Kenneth Rogoff）的研究，如果把1800—2008年的208个年份作为基础，估算一国处于国债违约的时间，那么，在欧洲国家中，希腊在50.6%的年份里政府处于财务破产状态，政府财务破产虽然只有5次，但每次持续很久才解决；然后依次是俄罗斯（39%，5次）、匈牙利（37%，7次）、波兰（33%，3次）、西班牙（24%，13次）；政府财务破产次数从高到低排序依次是西班牙（13次）、德国和法国（各8次）、奥地利和匈牙利（各7次）、葡萄牙和土耳其（各6次）、希腊和俄罗斯（各5次）。

由此可见，第一，像西班牙、希腊、葡萄牙等国家，特别是西班牙，有着很久的政府财务破产传统，而美国、加拿大、澳大利亚及北欧国家有着政府不破产的传统，从没有破产过。第二，英国政府在16世纪之后没有破产过，法国在1812年后就不再破产。因此，从某种意义上讲，在2008年金融危机后，希腊出现政府破产，西班牙、葡萄牙告急，本身不太奇怪，因为它们有这样的传统，而这不代表其他西欧国家也会随即破产。也就是说，我们需要对欧元区经济保持高度关注和警惕，但不要认为所有欧盟国家都像希腊、西班牙一样，欧元本身不一定像之前人们所担忧的那样发生破产。

政府财务破产源自西方国家，也是西方法治得以发展、经济得以现代化的重要原因，因为财务破产是对政府权力必要的约束。上面说到，今天的发展中国家当年朝廷都很富足，并且都抵制政府负债，所以，发展中国家以前不会发生政府债务破产。在这些国家，政府债务违约或破产现象到19世纪中期才有。第一批出现公债破产的发展中国家是我们今天熟悉的拉美国家，背景是1818年智利脱离西班牙殖民统治独立，1819年哥伦比亚独立，1821年墨西哥、秘鲁、洪都拉斯、尼加拉瓜等国独立，1822年巴西脱离葡萄牙殖民统治独立，等等。在拉美国家于1822年前后全部独立后，几乎都采用了美国式民主选举，选出来的政府多以左派“大政府主义”为主。结果，为了兑现选举承诺，政府都选择大举借债，拓展福利。而当时的拉美国家还没有自己的金融市场，基本都去伦敦和纽约发行外币国债。就这样，新独立的拉美国家大举外债后，1826—1828年，墨西哥、智利、秘鲁、委内瑞拉、洪都拉斯等，几乎所有拉美国家政府都发生过财政破产、国债违约。

特别是在1873年席卷欧美的金融风暴发生后，不管是巴西还是墨西哥，拉美国家都没能逃脱政府公债破产的命运。整个19世纪，委内瑞拉政府债务破产6次，墨西哥5次，哥伦比亚、多米尼加和危地马拉4次，阿根廷、智利、秘鲁2次，等等。进入20世纪后，几乎所有拉美国家都在20世纪30年代全球经济大危机中发生了公债破产。20世纪80年代，几乎大大小小的拉美国家都发生政府公债破产，少则1次，像秘鲁多达4次。

20世纪80年代的那波拉美国家公债危机，主要是由于这些国家与全球其他地区一样，从20世纪50年代到1975年间对资源、银行、保险以及现代工业企业进行大规模国有化，建立国有经济。结果，到20世纪80年代初各国都积累了大量国企亏损和财政赤字，使这些拉美国家不得不

通过公债重组来缓解支付压力，也正因为这点，拉美国家的名字在1981—2005年一直跟“债务危机”连在一起。

亚洲国家进入公债的时间比拉美国家晚许多，到19世纪末才开始。而中国、日本等国家那时之所以要发行公债，尽管部分原因是战争赔款，但更主要是为了发展铁路等现代工业与交通，特别是铁路公债较多。非洲国家也是到19世纪末才进入公债市场融资。正由于亚洲、非洲的传统国家排斥政府发债，很晚才涉足这些金融工具，在19世纪没有亚洲国家因公债而政府债务破产，在非洲国家里只有突尼斯和埃及分别于1867年和1876年发生过公债违约。

即使到了20世纪，亚洲、非洲国家也很少有政府因公债而财务破产的。在非洲，或许是没有投资者敢购买它们的政府公债，所以，1900—1981年，只有摩洛哥于1903年有一次国债破产。对许多非洲国家而言，它们没能力发行国债，当然就不会有政府财务破产这回事。跟拉美国家一样，非洲国家在20世纪50年代到1980年间进行了大量国有化、建立国有经济的运动，于是，1981—2005年，摩洛哥、尼日利亚、南非、肯尼亚、安哥拉等国发生了1~5次不等的政府破产。20世纪亚洲国家政府债务破产最多的是印度尼西亚，有过4次（分别为1966年、1998年、2000年和2002年），印度有3次（分别为1958年、1969年和1972年），斯里兰卡和中国（民国时期）各2次，日本和菲律宾各1次。

或许，就像亚洲金融危机期间韩国所表现的那样，在亚洲人看来，政府财务破产不是件光彩的事，所以不轻易选择政府破产。而拉美国家、欧洲国家却不这样看，在一些情况下，能够选择破产重组债务或许是上策。亚洲人的这种观念是否应该有所转变呢？

回头看，从13世纪末到19世纪初，西欧发达国家经历了长达5个世纪的长期公债市场的发展历程，这期间不乏政府债务危机、财务破产，但在19世纪中期以后，除希腊、西班牙、葡萄牙等国之外，主要发达国家很少出现政府公债破产，其中非常重要的原因就是这些国家的公债期限可以很长，30年、100年，甚至无期限，以及这些国家对政府权力的民主制衡相对更理性、更可靠。所以，即使这些国家出现财政赤字，它们一方面有办法将支付压力摊平到未来50年或者100年，不用选择债务违约，另一方面它们的政府开支规模会通过债券市场的压力和社会压力得到压缩。这些国家的良性债券市场是它们长期积累下来的竞争优势。

相比之下，由于发展中国家即传统国家到19世纪才尝试公债融资，所以到今天，多数发展中国家还没有足够活跃的长期公债市场。它们作

为新兴民主国家，对政府花钱冲动的民主制衡也没有完善到位。于是，一旦政府出现财政赤字，它们要么到海外发行外币债券，要么到本国银行做贷款融资。但问题是，由于银行的资金多为短期，银行贷款期限不能太长，因而银行给政府放贷时能提供的摊平效果非常有限，这使新兴市场国家政府的公债容量很低，政府负债水平稍微高一些就会出问题。此外，如果到海外发行英镑公债、美元公债，对发展中国家的政府而言，也极不方便，因为毕竟外币公债是不能通过国内多印货币、国内通货膨胀来冲销掉的。这就是为什么在发展中国家因国内公债市场不存在或者不发达而发行外债后，一旦国内财政紧张，就会出现离谱的通胀，并同时发生外债危机。外债的真实负担不会由于国内滥印钞票而降低，但是，国内发行的公债却完全可以通过滥印钞票、高通胀来冲淡。这说明有没有本国的长期公债市场，决定了一国的财政危机处理能力和选择空间，甚至影响着朝代的变迁、政权的更迭。

美国的负债：这次是否不一样

美国国债及私债是否不可救药？美国国债大约是GDP的1倍，私债是GDP的3.8倍。在美国历史上，这种政府负债水平是否出现过呢？自1776年建国至今，只有二战结束后的1945—1946年美国国债余额与GDP之比高过现在的水平，最高时达到GDP的1.25倍。其他几次国债峰值分别是：独立战争结束后的1790年（是GDP的0.35倍）、南北战争后的1866—1868年（0.32倍）、罗斯福新政后期的1938年（0.42倍）。

从财政赤字看，美国历史上财政赤字占GDP之比有3次超过9%，第一次是南北战争期间的1861—1865年（财政赤字为GDP的12%），第二次是美国参与第一次世界大战的1917—1918年（18%），最高的一次是二战时期的1943—1945年（28%）。因此，从财政赤字指标看，2009—2010年属于第四次最坏时期，但不是最糟糕的一次。

尽管财政赤字的相对水平如此，整体国债水平还是太高，仅仅低于二战后的1.25倍。当然，在历史上，1750—1860年的110年里，英国国债一直保持在GDP的1倍之上，1820年最高时为GDP的2.6倍。而英国高负债时期也恰恰是大英帝国的鼎盛时期。1820年后，英国政府致力于增加财政盈余，持续降低国债余额，到1914年国债余额只是GDP的0.24倍，是自1715年以来英国政府负债的最低点，但1914年也是标志大英帝国终结的一年，这本身就值得我们思考。后来，1920—1970年，英

国国债又回到GDP的1倍以上。所以，在过去300年里，英国有一多半时间国债余额高于GDP的1倍。

美国政府在二战后的负债也比目前高，况且那些负债不仅没使美国经济停顿，反而从那时开始美国经济进一步腾飞，巩固其在世界经济中的最强地位。那么，这次跟二战后的美国经济比，有什么不一样？有什么会让美国经济一蹶不振吗？

现在得出比较多的“这次不一样”理由包括：第一，二战后美国人口结构偏年轻，人口没有老化而是朝气蓬勃，特别是刚从战场回来的年轻士兵，开始成家立业，给经济带来大量需求，但现在的美国人口老龄化，经济增长推动力今不如昔；其次，二战后高科技给美国带来全新的增长空间，特别是后来的IT技术使美国经济增长迅速，但这些空间在今天已经很小，美国不能再依靠新技术为经济增长提供动力，为美国缓解财政与债务状况提供支持。

不过，虽然我们无法知道美国经济及美国高科技的未来前景究竟会如何，但有一点是肯定的，就是在1946年、1950年的时候，包括一些学者在内的许多人也认为当时的公债已经太高，无法让美国重新振作，并认为美国的经济增长当时已达到极限，因为那时的西方人生活已经很舒适，物质产能已开始过剩，难以想象未来还有什么增长空间，等等。在事情（特别是新技术、新创新）发生之前，人们不可能知道未来的创新会来自哪里，否则就不是创新了。今天跟二战结束后的时期一样，我们会认为今后的美国和人类社会不再有创新的必要了，觉得今天的生活已经好于历史上的任何时期，今后发展空间有限，等等。不过，我们暂且没必要对今后的创新空间和创新必要性下结论，把那些问题留给后人吧。

但有两点是可以肯定的：第一，今天的美国和西欧金融市场，包括政府公债市场，比二战结束时更为发达，长期债券的融资空间更大，期限可以更长，利率成本更低，投资者也更加全球化。所以，今天可以容忍的财政赤字与国债水平比二战结束时应该更高，从金融工具角度看，1倍于GDP或更高的国债水平对多数发达国家而言不是问题，可以承受。第二，今天的世界经济比二战时期更加一体化，美国的人口老龄化不一定成为问题，因为美国经济可通过中国、印度等其他国家的劳动力供给与市场需求来解决美国国内的需求、生产问题，这是二战结束时的美国所没有的便利。

欧美和其他发达国家的经济今后还会面临众多不确定性，不会一帆

风顺，这些财政赤字和国债在民主制度下要解决也不是易事。实际上，在美国和西欧的民主制度下，国债破产、财政危机或许是必要的“魔鬼”。为什么这样说？就以2010年底在美国威斯康星州等地发生的政府雇员游行抗议为例，政府如果要减少赤字就必须缩减开支，但问题是缩减谁的开支、缩减多少？如果缩减退休人员的退休金或医疗福利，政治上太危险，因为退休人员是最勤快、最靠得住的投票者，没有总统、州长、议员敢在他们身上缩减开支。而如果缩减政府职员的工资待遇，正如在威斯康星州及希腊、西班牙等地看到的，他们会上街游行抗议，各地民众也会响应，给州长、议员施压，如果实在不行，也可在下次选举时把这些政客赶下台。在当时难以缩减开支的情况下，最后的解决办法可能是选择国债破产或者被逼上财务破产的路。只有这样，不管是政客还是民众，都会更理性地做出让步，接受更低的待遇。

虽然财政危机会给一国或多国经济带来短期冲击，但是国债破产有其积极的一面，就是倒逼社会各利益群体包括政客和老百姓做出让步，让国家财政、地方财政走上可长久持续的正轨，对经济和社会的长久健康更有利，是极端情况下必要的自我修复。所以，即使还有一个或几个欧美国家债务破产，也要看到其正面价值，不必因此对欧美经济过于悲观，不必认为美国经济、欧元区从此要终结，因为公债破产能让这些经济变得更健康。在历史上，美国、英国及其他欧盟国家不是第一次经历这样的挑战，更何况之前发生公债破产的是希腊、爱尔兰，甚至可能还有西班牙，这些是有财务破产传统的国家。

实际上，经过金融危机、国债危机连续几年的冲击，发达国家已经做了很多修复和调整，美国经济已经表现强劲，西欧也走出了低谷。反倒是新兴市场国家因受2008年金融危机冲击较小，尤其是因为政府的大规模刺激政策，而没有做出适当的修正、纠错。或许，接下来更应该担忧的不是发达经济体，而是新兴市场国家。

---

[1] Reinhart C. & Rogoff K. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, 2008, p 87.

第9章

把住政府之手[1]

现代技术，尤其是媒体技术改变了人类生活，不仅丰富了我们的见闻，拓展了人生阅历，而且大大提升了生产效率，但也免不了带来许多意外的副作用。对于这些副作用，我们如果不加以谨慎对待，社会、经济会因为技术进步而变得过于动荡，大起大落会成为常态。

政策周期过多受制于新闻周期

就以2008年的金融危机为例。由于电视、网络视频、互联网等新媒体的深化普及，纽约的一点点风吹草动，北京、上海的一点点波荡涟漪，都可以即时传播到世界各个角落，不管是中国还是美国或其他国家。电视上、互联网上到处是专家、官员、企业领袖在给政府决策层出谋划策。一方面，他们会夸大政府不救市的可能后果，让观众、读者甚为恐惧；另一方面，他们要求政府大规模干预市场、刺激经济。尤其是，美国有CNBC、CNN（美国有线电视新闻网）这样的24小时新闻电视台；中国的中央电视台也有多个24小时播出的新闻时评频道。这些频道不断请来各类专家对此时此刻的事情做即时评论，对昨天甚至几个小时前才出台的经济政策、货币政策进行绩效评估。比如在中国，2008年10月就快下猛药“4万亿”，2009年续以10万亿元天量贷款，2010年续以近8万亿元的贷款。在美国，2009年1月奥巴马上台，2月就签署7870亿美元的经济刺激方案。没过多少天，经济学家克鲁格曼就呼吁美国政府推出新一轮刺激政策。美联储也的确从2008年暑期开始，先是降息救市，后来利息没法再低了，就推出两次量化宽松政策。

即时新闻媒体不仅为政府干预市场提供了更多的基础，而且使社会对政策失去耐心，迫使政策周期越来越短。昨天推出的政策，如果今天还没见到效果，就立即要求新的救市政策。新闻周期被压缩得越来越短，迫使政策周期也被压缩。也就是说，即时新闻频道、互联网出现后，政策绩效的评估频率被大大加快，如果政策达不到立竿见影的效果，随即就会产生对新政策的呼唤。可是，经济有自身的周期，市场有自己的调整方式和时间，行业企业在得到政策信息后需要做投资评估、

谈判签约等，从决策到正式开工投产需要时间，这些决策周期、建设周期、生产周期不会因为即时新闻周期的压缩而改变。

由于经济自身的反应周期远比新闻周期长，而影响政府决策更多的是专家评论、社会舆论，后者又跟新闻周期同步，所以到最后，制约政府决策周期的不是市场周期、经济周期，而是新闻周期。于是，各国政府干预经济的频率越来越高，干预手段越来越猛。

政策周期超越经济周期之后，不仅政府之手必然很忙，而且由于政府之手绑架了市场，经济、社会会更加大起大落，造成更多资源浪费、环境污染，危机的危害程度可能被放大，持续时间被延长。

中国房地产市场就是鲜活的例子之一。2008年之前，由于房地产调控政策的着重点在于限制供给（尽管许多政策的本意不是如此），使需求大于供给的局面不断恶化，形成房价越调控越高的现象。2008年的前9个多月，在通货膨胀和房价泡沫的双重压力下，货币供给开始从紧，房产调控从供给和需求两方面都下手，可是，房地产继续火热。受9月金融危机不断深化的影响，到年底和2009年上半年，房地产进入严冬，政策出现180度的急转方向。2009年10万亿人民币的天量贷款，2010年继之以8万亿元的天量贷款，使房地产业数钱忙得连笑都来不及。到2010年底，房地产已经火爆到系统风险的地步，政策又紧急掉转方向，限贷限购同时出台，迫使房地产重新回到另一个极端，进入冰冻期。过去近8年房地产政策的频繁变动，使整个行业要么冰冻，要么火热，而不是停留在这两个极端之间，致使资源配置低效，更把人、把社会、把环境、把自然折腾得晕头转向！究其原因，政府管控过多当然是主因，但过于活跃的专家也有不可推卸的责任。

今天纠缠欧盟、美国、日本等发达国家的财政危机和国债危机，就是因为2008年底至2009年各国政府大兴凯恩斯主义，由政府借钱刺激经济，目的是减少金融危机带来的冲击。它们没想到金融危机出现后市场需要时间，按照自己的规律从过去的行为中吸取教训，调整以往非理性的经济决策，“吃一堑长一智”需要时间反思才能实现，市场有其自然的调整时间和方式。可是，那些经济师、专家没有那么多耐心，每天在各国的即时新闻媒体里不断给政府施压：如果不快速且大刀阔斧地救市，明天就是世界末日了。结果，各国通过发国债扩大财政赤字刺激经济，虽然制造了2009—2010年表面的复苏，但只是把那时的金融危机转变成了今天的发达国家财政危机、国债危机。回头看，人们今天终于意识到，那些因为新闻周期而匆忙推出的经济刺激政策并没有解决金融

危机，反而造成金融危机的结构性问题变本加厉，变得更严重，延长发达国家经济重回增长轨道之前的调整期，并使这些社会所必须经历的阵痛更深，包括今后中国经济一旦硬着陆其跌幅会更高。

政府管控过多的后果

当然，我们可能会说，政府管控过多后果是什么呢？通过“看得见的手”配置资源，不是效率更高，又可以避免“看不见的手”可能带来的慢节奏、恶性竞争成本吗？从表面看，人们对自由市场经济一般性的怀疑似乎有道理，用行政之手代替表面似乎无序、无形的市场竞争，能避免很多的市场错误和所谓的“市场失灵”。但实际情况呢？

我们可以将中国和美国做一个比较，看它们的三大产业对GDP及就业的贡献率之间的关系。

在美国，1980年时，其农业占GDP约3%，占总就业4%；工业占GDP约33%，占总就业31%；而服务业占GDP约64%，占总就业的66%。到2005年时，三大产业的GDP贡献率跟就业贡献率还是维持基本的1：1关系：农业占GDP约1%，占总就业1.2%；工业占GDP约22%，占总就业的21%；服务业占GDP约77%，占总就业的78%。美国各产业就业贡献率跟GDP贡献率基本相等，说明跨越行业、跨越地区、跨越城乡的劳动力流动以及包括资本在内的其他要素流动是非常自由的，没有受到户口制度、身份的制度或政策限制。

相比之下，中国的情况则完全不同，各行业间的差距不仅很大，而且在过去30年中还在恶化。1980年即改革开放初期，中国农业占GDP约30%，占总就业69%，农业GDP与就业贡献率之比约为0.4；工业占GDP约48%，占总就业18%，工业GDP与就业贡献率之比约为2.7；服务业占GDP约22%，占总就业13%，服务业GDP与就业贡献率之比约为1.7。所以，在改革开放初期，各行业之间的劳动生产率差异大得惊人。

过去30余年的改革是否带来改善呢？2008年，中国农业占GDP约11%，占总就业40%，农业GDP与就业贡献率之比约为0.28；工业占GDP约47%，占总就业27%，工业GDP与就业贡献率之比约为1.7；服务业占GDP约42%，占总就业33%，服务业GDP与就业贡献率之比约为1.3。从表面看，似乎工业和服务业的就业生产率都往1：1的关系靠拢，只有农业出现较为严重的偏离。

所以，经过30年的改革，虽然从表面上看劳动力等要素在城乡间、行业间的流动更加自由了，行政管制好像放松了，但实际情况是，只要户籍制度还在，只要土地还不能自由抵押流转，只要教育机会、福利权利不平等还存在，只要民间金融被歧视、挤压，那么各产业的就业生产率差距就会继续存在，而不会像美国那样三大产业的就业生产率基本平衡。只有在政府管制极少甚至没有，要素能充分自由流动的情况下，三大产业间的就业生产率才可能趋同。任何行政管制都会妨碍或限制要素的自由流动，都会构成对自然秩序的扭曲。

因此，在追求平衡发展、减少收入差距、争取经济增长方式转型的时期，政府管控得越少，这些目标就越有可能实现。在即时新闻媒体日益渗透到我们社会的各个角落、占领我们生活的每分每秒的新时代里，我们尤其要慎重，而要达到这些效果，体制改革、权力制衡改革是前提。

---

[1] 原文发表于《中国改革》，2011年第12期。有改动。

第10章

制约政府对资源配置的控制[1]

“发展是硬道理”，这一政策哲学在过去30多年很成功，给中国带来了巨大变化。但在具体的政策决策中，“发展是硬道理”变成了“只要经济增长，就不必考虑其他”。而在中国改革开放的头30年，又恰好碰上了国内外的历史机遇，已经成熟的工业技术和有利于国际贸易的世界秩序为后发国家提供了前所未有的机会，使中国在相应的法治与制度还不太健全的前提下通过学习他国经验照样能高速发展。于是，这种便利给中国带来“没有政治体制改革，经济也能快速增长”的错觉，让中国只顾追求快速发展，并试图靠高速发展对冲或淡化政治体制改革滞后所带来的社会问题。换言之，“发展是硬道理”到最后成了“靠经济发展来代替政治体制改革”，也就是只要经济在发展，其他问题就不是问题。

可是到现在，国内外的历史机遇逐渐用完，高速发展已经遭遇瓶颈，如果还不进行相应的体制改革，从根本上制约政府权力，经济下滑及由此产生的危机将难以避免。像任何政策哲学一样，“没有政治体制改革，经济也能快速增长”有其奏效的特殊环境条件，短期或许有效，但长期不可持续。一旦环境条件发生变化，其持续奏效的概率就会越来越低，最后甚至酿成危机。

是什么促成了中国过去30年的经济成就

一般看法是，过去30年的成就都是政府政策所致。但在我看来，这种判断只对了一半。因为如果改革开放的政策内容是市场化和对外开放，那么，晚清和民国时期的政策也基本如此，而且那两个时期的经济本来就以市场为主体，但为什么那个时期的改革开放没有带来同样的高速增长呢？这说明这三个不同时期所面临的历史机遇是不同的。

晚清时期，工业技术还在发展过程中，技术的跨境移动能力还较差，通信技术还刚刚起步，交通技术也有待深化发展，更何况国际秩序还是基于“炮舰”硬实力的丛林法则，跨国贸易利益得不到可靠保障。这些技术发展状况和不成形的国际秩序使晚清时期的中国难以发挥自己的

劳动力优势，去通过国际贸易发展经济。

民国时期就更不用说了，正好碰上第一次和第二次世界大战，中间则是世界性的经济危机，尤其是20世纪三四十年代，各发达国家竞相抬高贸易壁垒，使民国政府没有任何可能利用劳动力优势让中国成为世界工厂，利用制造业和外贸启动经济腾飞。

当然，到了1978年，特别是20世纪80年代，随着“冷战”的结束，基于规则而不是“炮舰”的世界秩序让跨国贸易、跨国投资的风险和成本都史无前例地降低了，加上通信技术和运输技术的发展及非常成熟的工业技术，改革开放政策终于让中国充分发挥了人口红利，经济得以突飞猛进。从1978年到2008年，中国的增长基本来自“追赶发达国家”，把发达国家从1800年左右到1980年所实现的增长通过学习快速补上。有人说，中国只花30年时间就实现了西方社会花了近200年才做完的事。这的确是对的。而之所以如此，在于一个是学习已有的技术，利用其他国家通过多年打拼建立的国际秩序，而另一些国家是要自己从无到有创新，从丛林世界艰难转型到规则世界。

由此我们看到，中国过去的快速增长首先来自对外开放，来自从封闭社会到开放社会的转型，而之所以这样做带来了成功，就是因为外部的国际秩序和成熟技术让中国能通过开放实现人口红利。

让中国在过去30年得以成功的第二种转型是从计划经济到市场经济的转型，这一因素对经济增长的贡献已经谈得很多，就不必在此多说了。

第三种带来增长的转型是从农业社会到工业社会的转型，以及与此相伴的城镇化，房地产行业是这一转型的直接受益者之一。

正是由于上述的历史机遇，这三大转型才得以成功实现，并且使中国经济高速增长30余年。可是，到今天，世界经济进入了增长停滞的时期，外贸不再能给进一步增长提供推动力；工业化已经遇到瓶颈，产能严重过剩；城镇化带来的房地产市场也呈现泡沫。因此，过去的快速、粗放式增长已经难以维持。

中国经济的结构性问题

今后，经济的持续增长必须以转变增长方式为前提，改变对投资和外贸的过度依赖，而要转变增长方式又必须进行限制政府权力的改革，

包括制约征税权与财政权的依宪治国改革。

现在改革的重点是要制约地方政府权力。行政权力太大是中国经济的结构性问题。其具体表现有：行政审批权不断扩展，税费收入与财政开支失控。在行政权力不受实质性制约的情况下，各行业的审批要求在不断增加，这不仅大大增加了企业和创业者的从业成本，降低了经济运行效率，而且使资源更加严重地错配，不是以能力决定谁能进入一个行业，而是以关系决定谁能进入；在征税权、收费权不受制约的前提下，政府收入占国民收入的比重不断上升，在没有被问责的土地财政支持下，政府开支自然越来越高；由于政府权力不受实质性制约，国有企业的特权和垄断必然会持续扩大。

政府权力控制、国有企业主导的经济必然是投资驱动型经济体。纵观世界各国的历史和现状，我们看到，政府主导的经济体都偏爱投资，都以投资带动增长，包括都偏爱基础设施和工业大项目投资。当政府官员掌握资源并控制资源配置时，他们往往更喜欢花钱在基础设施的建设上，因为这样能有效提高GDP的增长，体现政绩。相比之下，如果把钱花在基础设施和大工业项目上，其结果既立竿见影，又能看得见摸得着，因此，形象工程往往成为政府官员的首选。在过去抗击金融危机的特别时期，这种制度体系内在的行事偏好表现得淋漓尽致，尽管当时许多行业的产能已经严重过剩，但天量金融资本和资源还是流向地方政府的“铁公基”项目和大型钢铁等工业项目，不仅挤压了民营经济的空间和资金支持，还把许多结构性问题推向顶峰，给中国社会埋下众多后患。所以，中国经济过度依赖投资和出口，不是偶然，是现有体制的必然。

从另一方面看，经济快速增长带来的土地增值、国有资产升值和国企利润增值，大部分都归政府所有。对比中外，我们可以看到，在私营经济为主的社会，财产升值和资产性收益是民间的收入，会变成民间消费增长的基础；在国有经济为主的社会，财产升值和资产性收益主要归了政府，形成了进一步扩大投资的基础。而如果征税权和财政权缺乏有效制约，也导致流入政府手中的国民收入占比不断增加。我们可以看到，去掉通胀因素后，中国的预算内财政收入从1995年到2010年增加了近10倍，而同期城镇居民的人均可支配收入才累计增长2倍多，这进一步造成了民间消费难以快速增长，民间消费对经济增长的贡献率难以提升，经济结构转型难以实现。

政府权力太大，也会加剧社会矛盾。以收入分配为例，收入差距拉大、财富分配失衡的首要原因是权力在资源配置中的角色太大。当行政

部门、权力部门控制绝大多数资源，当土地资源、金融资源、行业发展计划都由权力支配时，有没有权力或有没有关系就决定了你能否发财，连高收入的工作机会也靠关系才能得到。于是，权力关系成了收入分配、财富分配的第一要素。

人为造成资源向中心地区集中

从宏观看，北京是中央政府所在地，是全国的权力中心；往下是直辖市和省会城市，后者是省内的最高权力中心，掌握省内的资源配置权；再往下就是地级市，是地区内的权力中心；如此形成了中国的权力金字塔结构。同时，这个权力金字塔结构也决定了中国社会方方面面的资源配置结构和机会结构：首先北京人均固定资产投资最高，其次是直辖市和省会城市，再次是地级市，人均固定资产投资最少的是乡村；在医疗方面，北京是全国最好的，人均病床数也最多，直辖市和省会城市次之，地级市再次之；大学资源也如此，北京的人均大学资源最高，直辖市与省会城市次之。可以说，中国各行各业都形成了以北京为顶尖的金字塔结构，这种状态给各地公民带来的机会不平等是显而易见的。凭什么生活在北京的公民就在方方面面享受全国最好的机会与条件？凭什么生活在省会的公民就在方方面面享受全省最好的机会与条件？如果这些差距是市场公平竞争自然形成的，那么这种情况也可以接受；如果允许各地公民在北京、上海及省城、农村间自由迁徙并享受同样的福利待遇与机会，那么这种情况或许也能接受。但基于行政权力和政府管制而形成的资源与机会金字塔结构，同时又通过户籍制度进行社群隔离，那么这种情况就要另谈，因为这更多是基于权力的强制。这种秩序导致了收入分配、财富分配的严重不公。

我对美国的情况做过详细研究：华盛顿虽然是联邦首都，但那里的大学远非美国最好的，医疗也不是全国最好的，州府所在的城市不是州内医疗条件最好的地方，艺术和文化也不是以华盛顿或州府所在地为中心。也就是说，美国跨地区的资源配置、收入配置、教育配置、艺术分布、医疗资源配置，都跟政治权力在各地的配置结构没有直接关系，政治权力归政治权力，医疗归医疗，教育归教育。而这样也使得各行各业有自己的独立空间，因为政府权力有限，国家对土地和资产的控制权有限，对市场、教育、艺术的干预权都有限。

体制改革十分迫切

许多学者认为进一步城镇化是中国经济未来增长的潜力所在。其实，这种潜力能否成为现实取决于下面四点：第一，是否能真正减税，降低企业税负和家庭税负，这决定了人们创业发展的动力；第二，是否能把农村土地充分地资本化，这决定了进城农民能否有发展的资本和权利；第三，是否能够彻底改革户籍制度，这决定了同为中国公民的进城农民工是否能享受同样的城市福利和权利；第四，能否让农民也享受到国有资产的收益，这决定了城镇化后的居民能否得到该有的财产性收益并将其转变为消费潜力。

任何事情都有自己的生命周期，为了进一步释放城镇化的经济增长潜力，为了改善收入分配结构、改变经济增长方式，我们现在需要新的体制安排，必须从政府主导型经济转变到市场主导型经济，政府必须从经济中的大部分领域逐步退出，这就需要减少行政权力，制约政府权力对资源配置的控制。这些改革是发展模式转型和经济持续增长的前提。体制改革已经迫在眉睫。

---

[1] 原文发表于《炎黄春秋》，2012年第12期。有删改。

第11章

富政府之下，“权力”会压制“权利”[1]

前面我们说，国家持有太多资产、控制太多经济资源、对行业准入进行审批、对企业经营进行干预和管制，除了带来一些经济上的远期消极后果外，还会对民主法治造成深远影响。国有企业一枝独大还可能削弱法治精神，破坏规则的公平性，因为在法律、规则和政策面前，国企和民企很难保持平等。

为什么会这样？其背后的真实原因是什么呢？这应该引起我们的思考。

国有制对平等竞争的影响

我们可以从一个更大的样本、更一般的层面上，看看国有经济对法治的影响。笔者运用新政治经济学的量化方法，按照从1970年到1991年每个国家对国有企业的投资占GDP的比重，把这些国家分成三组。结果，在收集的72个国家的数据里，笔者发现，政府开支占GDP的比例越高的国家，其法治水平就越低。用我们的话来说，政府越穷的国家，其法治水平越高。一国的法治水平与其政府可以花费的收入成反比。在这72个国家里，笔者还发现，政府开支相对GDP的比重越高，腐败越严重。这也很好理解：如果政府没有钱，即使官员想腐败也腐败不起来，没有让腐败滋生的基础。

这种基于大样本的数据统计方法，比起单纯的案例分析方法来更具科学性。但是，大样本数据分析方法也有一个问题，就是让人感觉太抽象。到底法治水平跟国有经济比重的负相关关系，是一种统计上的偶然，还是有理论上的必然性？如果其因果关系并非偶然，那么其传导机制又是如何的？

要回答这些问题，我们首先要弄清楚国有企业跟民有企业（民营企业）有什么不同。国企背后的股东是国家，或者说广义上的政府。国家具有我们普通人或私营企业没有的优势。国家包括议会，有权修改法律。如果国家觉得某个规则对国企不利，就可以修改规则，使国企处于

优势地位。此外，国家还有解释法律的权力、司法权力和行政执法的权力。如果一个公司背后的股东拥有立法权、法律解释权、司法权、执法权及合法使用暴力的权力，那么，这个公司怎么可能会和没有国家背景的市场主体平等竞争呢？它怎么可能跟私人、民企平等？

一些经济学家认为，不管是国有还是私有，最重要的是看经济是市场经济还是非市场经济。他们说，只要市场的逻辑得到尊重，只要市场规则对国企、民企都一致，所有权的归属并不重要。我要说，问题就出在这里，国企和民企从一出生起点就不平等。因为国有企业的股东是国家，这就使国有企业在法律面前比民有企业更为优越。非国有企业、私人企业无法在法律和强制力面前与国企平等。对于国家来说，多种所有制的共同发展才真正有利于长期发展。

为了使上面讲的大样本统计分析不至于太抽象，下面我举5个中国的案例。

案例一：1989年，一个叫陶玲的储户在国有的蒙城农业银行存了1000元，存款单约定，18年后（2007年）将按月息15.793%得到利息。这样，18年以后，1000元将成3.4万元。但是，18年后，银行拒绝储户的要求，认为月息过高，不符合央行规定。另外，银行表示中国的定期存款没有18年期，也不符合规定。由此，储户与银行发生纠纷，至今未决。蒙城农行行长谢某告诉记者，蒙城当年的金融秩序不规范，陶玲的遭遇就是“高息揽储”的产物。蒙城农业银行的理由是：“银行当年已经错了一次，如今不能再错第二次。”

这种理由当然强词夺理。为什么当年欺诈客户时就不知道规范金融秩序呢？以前的利息和期限规定不是今天才有的。

案例二：我们现在看到的加油站要么是中石油的，要么是中石化的。但是，在2002年以前并不是这样的。在1999年时，全国民营加油站总数近8万家，市场份额超过80%。据《财经》报道，经过政府对规则的改变及中石油、中石化不顾成本的收购，到2002年底，独立加油站份额已经下降到48%。在整顿市场秩序的名义下，2001年6月5日，国务院三部委联合通知：“各地区新批准建设的加油站统一由石油集团、石化集团负责建设。其他企业、单位和个人不得新建加油站。”2002年初，当时的国家经贸委发文件，要求在8月之前，没有经过经贸委审批的加油站全部关闭，而归入两大石油公司旗下的，在补办手续后，可予以保留。这样，中石油和中石化两家公司通过亲自参与国务院新法规的制定垄断了市场，所有的民营加油站要么自己关门，要么主动卖给中石油或

中石化。

从这个案例中，我们看到，任何一个行业，如果以前只是民营企业，那么，国有企业介入之后，规则就会变得不平等，法治的精神就要遭到破坏。国家在经营企业的时候既做裁判员又做运动员，角色冲突是非常明显的。

案例三：2003年，陕北15个县，价值70亿元的民营石油资产被政府以整顿为由，无偿收走。陕西省所属的延长油田、中央所属的长庆油田是“整顿”运动背后的受益者和推动者。约6万名私营企业家和农民的投资血本无归。从这里我们看到，当国家既是规则制定者又是股东的时候，对“法律面前人人平等”这一基本法治原则的冲击会有多大。2009年，山西500家民营煤矿企业被强行“国有化”，再一次表明政府以利益者身份经营企业的后果。

案例四：民营钢铁大王戴国芳，在2004年以前已经是非常成功的民营企业家。2004年，戴国芳创立民企“铁本”。2004年，国务院宏观调控一声令下，民企“铁本”必须停工，而国有钢厂照常扩建。我们可以对比一下：宝钢扩建1000万吨产量，投资500亿元，占地800万平方米；而“铁本”目标年产840万吨，投资100亿元，占地600万平方米。在这里，我们看到：效益低的国企照常扩建，而民营企业必须停产。为什么这样区别对待？

案例五：据《重庆商报》2009年4月15日报道，重庆拟对9万名废品回收人员进行转型。这是重庆一些国有企业给市政府提的建议。该报道称，据重庆市商委统计，截至2008年底，重庆有各类废旧物资回收企业550家，回收站8000多个，年收入高达68亿元！此外，再生资源回收站的数量以年均超过30%的速度增长。看到这些“油水”，谁在主导对私人收废者“转型”呢？年初成立的重庆市再生资源（集团）公司，系重庆市供销合作总社控股的直属市级集团公司，其目标就是收编废品回收人员。新的规定是让这些国有企业统一培训、统一着装、统一管理收废品的老百姓，让他们把收来的废品按指定的回收点回收，价格也由这家国企统一决定。这和当年农村粮食的统购统销政策差不多。收废品的领域，本来是政府最不应该介入的，因为这些工作本来是那些无法做别的工作、没有其他收入的老百姓的最后收入机会，如果连这样的谋生机会都要管控起来，大家想想，还有什么行业可以逃得开权力的控制？

厉以宁教授曾说，国有企业打官司输了，可以执行，可以不执行，而对民营企业就毫不客气。欠税时，国有企业可以不还，而民营企业如

果不还，老板就会被抓。牟其中的南德公司打官司破产了，职工宿舍被腾出来拍卖；而国有企业打官司、破产，没听说职工要搬家的。现在的大学生择业时，首选公务员和国有企业，而不会首选民营企业，为什么？原因就是大家都清楚游戏规则是向谁倾斜的。

穷政府的积极面

我们可以把政府的权力和民间的权利看成整个法治博弈的两方。“依法治国”就是为了规范政府权力，使其不至于轻易侵犯民间权利。如果政府太有钱，民间的企业或个人在跟政府博弈的时候会处于极大的劣势。比如，计划经济的时候，无论农村还是城市，所有的工作都是由国家、集体提供，大家都是国家的人。当只有国家可以提供饭碗的时候，公民怎么可能去跟政府谈权利？当你没钱、没饭吃的时候，你不可能有底气去伸张你的权利，因为一旦国家权力的具体代表“领导”不高兴，你的工作、住房、养老、医疗及子女教育全都没有了。计划经济时代，公民权利就是这样消失的。相比之下，如果政府没有国有资产，没有过剩的收入，政府就得从老百姓手里拿钱，在那种状态下，老百姓才有伸张自己权利的可能。

笔者写过一篇文章，政府太富并不有利于法治和依宪执政的推行。穷政府加公债，更能催生民主法治。[2]笔者现把这个观点放到更大范围验证一下。

穷政府催生民主法治最经典的例子是英国民主宪政的发展历程。英国的历史使我想到这么一个问题：英国国王1215年就签署了《自由大宪章》，但是，操作上自洽的民主宪政制度却是1688年“光荣革命”后的事。为什么要花473年才走过这一历程，才建成世界上第一个民主宪政国家？笔者的《美国往事：穷政府加公债催生民主法治》一文发表后，很多人提出不同看法。有人质疑，也许穷政府主动发公债本身就是民主法治的后果，而不是因为政府穷才催生了民主法治。这里的因果关系到底是怎样的呢？从英国历史的演变历程看，我认为我的结论更站得住脚。

1215年，《自由大宪章》作为一份意愿性纲领，早已经被人们在意识层面广泛接受。但《自由大宪章》当时缺乏相应的执行架构。也就是说，虽然国王签署了，但当他不顾《自由大宪章》对权力的约束随意践踏私人权利、滥用权力时，人们有什么办法呢？西欧国家有一个跟中

国、印度不一样的地方——它们的议会出现得很早。西班牙1188年就出现了议会。国王钱不够时，能够通过召集议会，由议会投票推出新的税种或提高税率，但问题是，国王可以随时解散议会。国王在通过新税法之后，不再需要议会时，可以解散议会。那时候，无论是英国还是西班牙的议会，基本上都是“橡皮图章”，议会只会讨好国王。

17世纪之前，英国王室总体上是非常富有的。王室有很多土地、庄园及其他财产，会有很多收入。一般情况下，国王靠自家收入和过往税种即能财务自立，不需要通过议会去征税，只是在英国跟他国作战时，才有必要召集议会推出新税种。

总体上，从英国王室财产收入的多少，我们就可以看到英国王室什么时候会很专制，什么时候不那么专制。1688年前的英国，只有议会可以控制国王腰包的时候，国王才会就范于议会的要求，接受对王权的制约；相反，一旦王室有钱了，国王的权力就会膨胀。王室自主收入占政府总收入比例越高（王室的财务独立性越高），国王就越用不着议会，议会权力就弱；反之，就越受制于议会。

比如，1640年，《自由大宪章》已经存在了425年，对全社会的意识和文化已经产生了深远的影响，但保障民间权利的制度还是没有建成。1640年之前，国王已有13年没有召集过议会，王权不受制约。年初，为镇压苏格兰叛乱，国王查理一世召集议会，审议税案，结果遭议会否决。随即，查理一世将议会解散。因而，本届议会得名“短期议会”。

后来，由于王室实在没钱了，查理国王于同年末再次召集新议会。这届议会成了著名的“长期议会”，存在了13年。为了让议会同意给钱，国王接受了议会要求的《三年期法案》，包括：不管有没有国王的召集，议会至少每三年开会一次，每次议政至少50天；如果不经议会同意，国王擅自解散议会就是非法的。

1641年，议会要通过议案，免除国王任命政府要员、控制国家军队的权力。这个议案让查理一世觉得太过分，1642年他离开伦敦，随即引发保皇派与议会派的内战。1648年，克伦威尔的革命军胜利。次年，查理一世被送上断头台。克伦威尔此后执政英国。

1660年英国恢复君主制，查理二世成为国王。由于此前克伦威尔执政期间，将皇家土地、森林大举拍卖，皇家的财产收入已经不多，这就逼迫王室有求于议会，靠议会派钱过日子。为此，议会通过议案，每年

给查理二世120万英镑的津贴预算，供王室和政府公务员开支。但是，这不是免费的午餐。作为这一津贴的条件，议会成立“公共开支委员会”，专门监督王室的财务与开支，王权因此被大大削弱。

只是，查理二世非常精明。他不但大规模地节省王室的开支，而且大大提高了收税的效率。到查理二世1683年逝世之前，英国王室的钱又很多了。于是，王权又感到议会太碍手碍脚，所以，在1679年，查理二世再次违约把议会解散，王权重新扩张。查理二世在1683年去世，其兄弟詹姆士二世继位，新国王召集了一次议会，议会把皇家的开支增加到185万英镑。有钱之后，詹姆士二世也立即解散议会，重回专制。

我们看到，英国王室跟议会（民间权利的代表）的长期权力博弈经历了多个来回，而在每次王权的收缩与扩张周期中，关键的决定变量是王室的自主财务实力。

但是，经过多年、多轮的博弈，到詹姆士二世时期，议会的实力和独立性已经很强，不再像以前那样善罢甘休。1688年，议会派将詹姆士二世赶出英国，由他的女儿玛丽和荷兰女婿威廉继位。作为条件，新的王后和国王接受了一系列新法案，包括《权利法案》，使英国王室彻底放弃权力，并且王室的开支每年都要由议会投票决定，王室每年都要“求”议会一次。英国就这样才树立了民主宪政体系。

法国在这方面的经历和英国刚好相反。从14世纪开始，法国国王要加税时，也是召集议会，并受后者约束。但是，在与英国的百年战争中，法国议会于1439年通过法案将征税权完全交由国王掌握。到1484年，法国王室财富太多了，不再需要议会，议会就这样被解散了。除了16世纪后半期议会出现过一段时间外，一直到1789年法国大革命时期的近300年里，国王没再召集过议会，王权不受议会制约。在16—17世纪里，法国国王是西欧最富有的国王，专制权也差不多是最高的。道理在于，跟英国不同，法国王室不用在财务上有求于议会。

西班牙的经历跟法国类似。西班牙于1188年推出议会，由议会约束王权。西班牙议会是世界上最早的。可是，在哥伦布1492年发现美洲大陆，西班牙于16世纪从美洲运回大量金银财宝之后，其议会的作用慢慢消失，王权变得越来越绝对。西班牙到1978年才实现民主宪政，是西欧最后一个实现宪政民主的国家。

我们回过头来看国有制。国有制就是让生产资料都由国家来掌握。如果当年英国可以推行全面国有制的话，我相信英国的国王在那时一定

会认为英国对于他来说像天堂一样，因为那样他就用不着求议会了。没有什么制度安排比全面国有更有利于国王的为所欲为了。“富政府”之下，权力会压制权利，而“穷政府”使国家权力有求于老百姓，权力才可能让位于权利。因此，我们应该看到，国有企业的民有化不仅是一个经济效率的问题，更是一个事关民主法治建设的问题。从这个意义上说，马克思说的经济基础决定上层建筑，很有道理。

---

[1] 原文发表于《经济观察报》，2009年12月7日。有删改。

[2] 陈志武：“美国往事：穷政府加公债催生民主法治”，载于《经济观察报》，2009年4月27日。

第三篇

创新的金融逻辑

第12章

金融监管的社会代价[1]

2008年金融危机以来，加强监管的呼声很高。虽然在科学家的眼中即兴反应属于人的行为偏差，从长远看是非理性的，但是，在现实舆论和社会政治气氛下，理性往往是奢侈品。看到危机冲击，人类的自然反应就是呼吁强化监管，特别是在对监管权力缺乏制约机制的情况下，危机情绪更容易成为监管权力扩张的借口。

让人庆幸的是，几年不到，中国、美国和其他经济体都相继复苏。虽然关于二次探底的说法还不时出现，但理性已经在逐步取代情绪，我们开始冷静评判强化监管的收益与代价。

过去这些年，在强化监管的舆论支持下，监管机构到底推出了什么举措？监管的社会成本如何体现？如何评估？有多少？监管内容增加后，谁吃亏，谁受益？监管政策每强化一步，都会给社会带来影响，而这些影响不可能只是好的。在监管政策的制订过程中，必须权衡利与弊，特别是在利显而易见但社会成本并不直接可见的情况下，更不能只看利而忽视社会负面影响。

监管不受制约的社会代价

监管权力过大导致寻租，对这方面的认识已经比较多。实际上，这仅仅是监管所带来的诸多问题的一种，不当监管的更大代价还是在社会层面。前些年，民间金融迟迟不放开，所给的理由主要有两个：一是为了维护金融稳定，防范金融风险；二是保护金融消费者的利益，说民营金融机构出于逐利会发放高利贷，剥削借款人。这些理由当然难以拒绝，但只看到了禁止民间金融带来的“安全”和“稳定”，却忽视了它带给社会的代价，也忽视了几乎所有其他国家的金融体系都以民营金融为主的事实。“风险”和“稳定”始终是强化监管的“合理”理由。

我们先看个案例。据《南风窗》记者曾东萍报道，湖北省荆州市监利县王垸村，家家户户都养殖水产，但像多数村庄一样，这里一方面有机会创业致富、增加就业，可是没资金，每年资金缺口约500万元。而

另一方面，虽然本地人钱不多，但从老年到青年人，很多人有投资需要，尤其是老农，他们因子女外出打工、子女数量少等因素，面对极不确定的养老挑战。对他们来说，互助性金融机构不仅最合适，而且最需要。

2006年3月，在李昌平及村委会的帮助下，王垸村老年人协会，也就是后来的养老基金会成立。当年，86人入股，股金总额27.2万元。年底分红，每位老人拿到280元。至2010年底，协会股金总额103.8万元，包括村委会出资50万元，河北大学中国乡村建设研究中心垫本10万元，219位老年人的股金43.8万元。

王垸村养老基金会，吸纳同村老人股金，向村民发放贷款，利息用于分红。2009年和2010年，每位入股老人分别得到分红650元和500元。对城市人，几百元分红可能无足轻重，但对这些老农却是另一回事。就以村委会75岁的守门老人为例，她独居村委会提供的宿舍，2010年的收入是“低保金600元＋村委会工资2000元＋基金会分红500元”，500元分红对她很重要。

养老基金会的好处很明显：一是资金投放本地，增加本地年轻农民就业；二是有利于社会和谐，让年轻农民不必背井离乡外出打工，能跟父辈和子女在一起生活；三是通过老年人股东每年的分红收入，缓和养老问题；四是减轻政府的养老负担，帮助解决“三农”问题。政府给农民补贴是不错，但更重要的是还给农民金融自由权。

可是，像这样对个人、社会和政府是多赢的养老基金会，在2007年和2011年两次被勒令取缔，理由是该基金会未经有关部门审批。具体依据是2007年1月22日开始施行的银监会《农村资金互助社管理暂行规定》，规定农村资金互助社的筹建申请由银监分局审批，取得金融许可证，方可按工商行政管理部门规定办理注册登记。2008年6月27日施行的《中国银行业监督管理委员会农村中小金融机构行政许可事项实施办法》[2]中，再次将农村资金互助社列入银监系统的监管范围。

单独看这些规定，好像没什么问题。但在银监体系下，农村金融机构的设立存在区域、股东资格、资金门槛等诸多限制，使所谓新型农村金融机构的设立进展十分缓慢。限制是如此严格，以致据中国人民银行统计，到2010年末，全国数万个乡镇中，已开业的新型农村金融机构才395家，其中村镇银行349家，贷款公司9家，农村资金互助社37家。大多数农村金融机构只好通过工商渠道注册，获得“准身份”，打“擦边球”，银监部门政策收紧时，这些自发金融机构随时可被定性为“非法集

资”。

早在2007年，王垸村老年人协会就按规定到荆州市银监分局办理申请，还托关系去疏通，但并未如愿，得到的通知是“要求停止放贷活动，依法清退资金”。后来，老年人协会将名称改为“养老基金会”，偷偷继续运行。虽然从2003年以来，每年的中央一号文件都是关于“三农”的，都强调要发展农村金融，包括2010年中央一号文件明确指出“支持有条件的合作社兴办农村资金互助社”，然而，2011年年初湖北省政府相关部门和银监局仍然发出通告，取缔基金会，勒令3月底之前清除养老基金会！

王垸村养老基金会67岁的理事长李功彬先生对此很不理解：“一不犯法，二不贪污，村民也满意，为什么就不能办了呢？”据曾东萍女士的报道，王垸村养老基金会曾召开会员大会，讨论基金会的存亡。大会讨论结果是，90%的老人支持“继续办”！

银监会等行政部门以维护金融稳定为由禁止、取缔农民自发金融机构，是一种不负责任的政策行为。即便要加强民间金融监管，也不等于禁止民间金融。当然，在目前没有机构监督银监会的情况下，银监体系对有益于社会的事是“多一事不如少一事”。可是，这样虽然方便了监管机构，减少了麻烦，但受害的是社会，具体表现在农民很难在家乡就业、创业，往往只能背井离乡做农民工，让农村社会问题、养老问题变得更严重，既增加政府财政负担，又不利于农村社会的长久稳定。

王垸村是否为特例呢？并非如此。汤敏博士曾去内蒙古武川县农村调研，在那里他了解到，一位全国“三八红旗手”牵头办起养鸡合作社，已带动3个乡的600户农家养鸡。但是合作社缺少资金，于是由县委组织部部长和另一位干部担保，折腾了两个月从农行借款3万元。这3万元对养鸡合作社有帮助，但远远不够，她需要100万元贷款，去发展100多户新农户并扩大现有农户的生产规模。在民间金融被压制的情况下，她提供的免费小鸡只好依靠20%～30%的高利息贷款维持。汤敏博士访问了一家贫困户，家中二老均70多岁，下不了地种田，孙子的妈妈跑了，二老每月领200元救济金，很苦。他们从养鸡合作社领了50只母鸡，笨鸡蛋每月能卖600元，但要投入450元饲料费。他们想养200只，这样每月就有600元的净收入，但找不到2000元的投入资金。在那里，金融饥饿的后果并不抽象，而是具体到老年、青年、少年的生存问题。

2008年，中国人民银行《中国农村金融服务报告》说，我国有近3000个“零金融机构乡镇”，只有1家金融机构的县（市）2个、乡镇有

8901个，其中，西部地区情况最严重，共有2645个“零金融机构乡镇”，占全国“零金融机构乡镇”数的88%。相比之下，人均GDP是中国1/7的孟加拉国，人均GDP是中国1/4的印度，农村金融却远比中国发达。

开放民间金融，犯罪率减少，社会受益

上面的案例告诉我们，用行政权力禁止自发金融，是监管者只顾自身便利，让自己省事，但是却让社会付出代价。当然，我们也可列举因民间高利贷而家破人亡的案例，也可以找到农村金融混乱而出现大范围呆坏账的故事。比如，20世纪90年代全国的农村合作基金会坏账达到几百亿甚至上千亿元，最后由中国人民银行通过再贷款支持地方政府填补了窟窿。农村金融产生呆坏账，当然有需要改进和完善的地方，但这是技术层面的问题，包括如何减少地方政府的权力干预来降低坏账率，通过普及金融知识提高农民的金融意识。但即使农村金融体系有数百亿元甚至上千亿元的呆坏账，也远比四大国有银行在2005年之前产生的3万亿元左右的呆坏账小几个数量级，更何况农村金融服务了当时8亿农村人口，改善他们的民生。

在美国，今天和过去都有“离谱”的高利贷机构，尤其有一种叫“领薪日贷款”（Payday Loans）公司，更是引发了社会和政客的谩骂。“领薪日贷款”大致是这样：张三的工资可能月底才发，可是，有时因为意外开支或买大件，到月中就青黄不接了，怎么办呢？一种可能是找亲戚朋友借，但这样会搅乱亲情、友情；第二种做法是去银行借，但如果张三的收入或信用记录不好，正规金融不会搭理，此路不通；第三种方法是抢银行或偷盗；第四种办法就是找“领薪日贷款”公司，借钱后，到月底领薪即还。

据统计，美国“领薪日贷款”期限一般在10~15天，贷款金额普遍是300美元，但收费50美元。这种收费折算成年化利率，相当于400%以上的年利率，当然是高利贷。借贷过程一般比较简单、方便，张三只要带上近几个月的工资单、个人支票和最近的银行账户单（如果张三没工作或者连银行账户也没有就不行），到“领薪日贷款”店，写上350美元的个人支票、支票签名日写成十几天后的领薪日，就能借走300美元。如果到领薪日还不了钱，张三必须再回到“领薪日贷款”店办理续贷，并再付50美元的收费。可想而知，靠“领薪日贷款”生活的人有很大的惯性，一旦走上此路，可能就难以回头。据美国“社会责任放贷研究中心”的统

计，用“领薪日贷款”的人平均一人一年要贷8～13次，91%的“领薪日贷款”是贷给一年借贷5次以上的人。美国每年“领薪日贷款”总额在400亿美元左右，为4000多万美国人提供服务，占美国总人口的15%。考虑到三口、四口之家中，可能只需一人去借贷，“领薪日贷款”实际服务的人口面要高于15%。

“领薪日贷款”是最经典的高利贷，而且是过去2000多年里，从欧洲到非洲、亚洲，各社会都痛恨、谩骂的“黑心商人”行为。即使在今天的美国社会，要求禁止“领薪日贷款”、打倒黑心商人的呼声仍然是主流，50个州中有15个州的法律明确禁止“领薪日贷款”及其他类似的高利贷业务。这个现象本身非常值得思考。既然有15%以上的美国人不得不有时依赖“领薪日贷款”，这种商业对社会显然有贡献，但社会中多数人又同时支持禁止“领薪日贷款”。为什么会这样？难道也是“端起碗来吃肉，放下筷子骂娘”？

为了从根本上评估高利贷的社会价值，芝加哥大学商学院的阿代尔·莫尔斯（Adair Morse）教授花了几年时间，收集了加利福尼亚州各社区的个人借贷、收入、偷盗、抢劫、疾病及房屋贷款法院拍卖等详细数据，希望系统性地回答“领薪日贷款”到底对社会更有益还是更有害。她在2009年发表的学术论文《领薪日贷款的放贷者：是英雄还是恶棍？》中，专门把有“领薪日贷款”店的社区和没有这类高利贷金融服务的社区进行对比，看这两组社区在受到暴雨、水灾、山崩、火灾、地震等自然灾害冲击后，在住房贷款破产率、偷盗率、疾病发病率等方面的差别。她研究的时间段是1996年至2002年，共7年。

莫尔斯教授发现：在加州一个社区，受自然灾害冲击后，其房屋按揭贷款的破产率会上升72%，但是如果社区内有“领薪日贷款”等高利贷服务，住房按揭贷款破产率会少增一半，比平时增加36%左右，每千户人家要少1.22户人家申请住房贷款破产。另外，自然灾害发生后，一般社区的偷盗率会上升13%，差不多每千户人家会多十几户被偷，可是，如果该社区有“领薪日贷款”金融服务，那么，偷盗发生率要少增30%，每千户人家中要少3户被偷盗！再者，虽然自然灾害会增加社区的发病率、死亡率、吸毒酗酒率，但有“领薪日贷款”服务的社区，这些比率的增幅都更小。高利贷提升了社区应对风险、应对意外事件的能力。

为什么像“领薪日贷款”看起来这么“吃人”的高利贷会有这种社会价值？其实，这涉及金融产品的主要功能之一，即借贷交易帮助家庭、个人平摊短期开支或收入冲击所带来的压力，将短期大额开支摊平到未来

更长的时间中，减少短期困难对家庭、个人生活的冲击，让他们尽可能继续正常生活。所以，对于有“领薪日贷款”服务的社区而言，即使发生地震或其他灾害，虽然“领薪日贷款”利息很高，但他们能利用这种短期借贷渡过难关，不必去申请住房按揭贷款破产，更不必去偷盗或抢银行。高利贷也可以起到减少犯罪、理顺秩序的作用，让好人即使面对生活挑战，也有机会继续做好人。

来自得克萨斯州的菲利普·格拉姆，自1985年至2002年底间任美国联邦参议员18年，参与制定了许多美国法律。他的一句名言是：“如果次级贷款早就被禁止，如果高利贷机构早就被禁止，那么我母亲就不可能在我们兄妹三个很小的时候买到自己的房子！”格拉姆出生在美国南方的佐治亚州，小时候父亲残疾没收入，所以母亲要同时从事两份工作，才有钱既勉强照顾残疾的丈夫，又抚养三个孩子。当时家境那么艰难，经济风险太高，没有正规银行愿意给他母亲贷款买房子，这是可以理解的。到最后，高利贷金融是他母亲唯一的选择，就这样，母亲靠高利贷买下自己的房子。格拉姆说，人们当然可以去指责高利贷金融机构，骂它们剥削、心黑，甚至要求立法禁止这些金融机构，但是，母亲知道：虽然要支付高利才能借到钱买房，但至少她还能借到钱，能买上自家的房子！如果监管者为了自己的方便禁止“非正规”金融，禁止高利贷机构，像格拉姆母亲这样低收入的千千万万家庭，就永远买不上房子，受影响的是这些中低收入老百姓。

抑制金融供给，不等于解决了金融问题，因为社会需求还在。禁止民间金融，会断绝一些中低收入阶层的出路。

限制民营金融，使创业与就业艰难

我们再看看企业金融的情况。关于金融促企业发展、促就业的命题，经济学文献中已有大量著作给予肯定，既有理论模型的支持，又有发达国家、发展中国家的经验数据支持。道理很简单，企业和企业家有好的创业项目，但资金不一定够，因此，如果金融市场能提供更多、成本更低的资金，更多企业成长和创业活动就能实现，经济和就业自然会更上一层楼。由于强化金融管制必然压抑金融业务空间，所以，如果不注意，监管过多就不仅妨碍企业发展与就业增长，而且会扭曲经济结构和产业结构。

还是以中国为例。关于民间金融从20世纪80年代讨论到今天，虽然

现在创投基金、私募投资公司、小额贷款公司和民营担保公司已放开许多，也有民生银行这样的“准民营”银行，但一个基本的事实是，中小民营企业还是贷款艰难，在关键时候只能求助于“地下钱庄”。如今，一方面是正规商业银行8%左右的贷款利率，另一方面是温州等地月息2%～8%的民间借贷。

当中小民营企业只能得到月息2%～8%的地下钱庄贷款时，它们面对的生存挑战可想而知，民企倒闭率高就不足为奇。压制民间金融的社会后果之一，是国有经济得到额外支持，民营经济生存空间被挤压，导致经济结构效率低、不同群体间经济机会差异大。

第二个社会后果是就业增长困难。今天中国非农就业中，80%多来自中小民营企业，而过度金融管制，特别是挤压甚至禁止民营金融，受害最多的又偏偏是民营企业。当就业的主力军即中小企业的金融需求量没法满足时，这当然影响社会就业格局，制约中低收入群体、大学毕业生的收入增长空间。这不仅使收入分配结构更趋不公、贫富差距拉大，而且使民间消费难以按潜力增长，不利于经济增长方式的转型。增加中低收入阶层的就业机会是改善收入分配结构、缩小贫富差距、转变经济增长方式的前提。

据周天勇教授统计，美国2004年时不到3亿人口有8000多家银行，中国人口比美国庞大得多，可能只有不到500家银行，于是，不奇怪小企业贷不到款，小企业80%的贷款来自地下钱庄和民间借贷。他估算，在发达国家里，每1000人口一般有45～50个小企业，而中国目前每1000人口的企业数量为12个。由于各国就业有65%～80%来自小企业，当中国的人均企业数这么低的时候，就业困难、实际失业率高就不令人吃惊了。中国的民间金融受限，造成企业数量少、创业难。

这些年，监管机构的确再三要求银行加大对中小企业的贷款，但宏观政策意愿往往被具体监管政策否定，使中小企业贷款空间仍然很小。一方面，中小企业贷款风险较高，监管机构并未出台相关的不良贷款核销政策、营业税减免政策、贷款风险权重的专门计量方法；另一方面，银监会对商业银行不断变严的不良贷款指标考核和问责机制，让银行不敢涉足风险较高的中小企业，而是纷纷去做央企、大民企的贷款。正如下面将要谈到的，当银行不能使用金融衍生品去规避、配置风险（尤其是信用违约风险）时，商业银行就自然把大量中小企业排除在贷款对象之外，也让商业银行自废武功——躲避风险，不碰有风险的企业和项目。

要改变民营企业金融饥饿、改变民间高利贷盛行的局面，排斥民间金融、限制正规银行的风险交易空间显然不能解决问题，反而会使问题恶化。监管部门应该做的是疏通，是为民营金融和金融创新放松管制，提供宽松的金融发展环境，而不是堵。只有在金融环境更宽松自由之后，才能有金融机构之间更多的竞争和金融创新，金融供给才会增加，民间利率才能降低。一旦民间金融从地下走向阳光、走向合法，民间金融的契约风险就会降低。

金融创新的社会价值

养老基金会、住房按揭贷款、企业借贷及创业融资，这些基本金融服务对社会的价值，人们可能比较容易认同。可是，在许多评论人看来，金融衍生品另当别论。巴菲特认为“金融衍生品是大规模杀伤性武器”，索罗斯呼吁信用违约掉期契约（Credit Default Swaps，简称CDS，也称作“信用违约互换”）“应该被法律禁止”。2008年金融危机期间被广泛引用的数据指出，到2007年下半年，全球广义货币量不到世界GDP的1.3倍，债券与借贷总额不到世界GDP的1.5倍，可是，金融衍生品市场名义总值是世界GDP的8倍！于是，不少人认定，金融泡沫已大大超出经济的实际需要，对金融衍生品必须刹车。

那么，金融衍生证券到底有无社会价值？是否该刹车？如果有价值，其社会价值与社会成本相比，谁高谁低？对这些问题的回答十分重要，也涉及中国金融业的发展与监管方向。金融衍生品是一般大众不会也不用接触的，这使人们从表面上看不到，因而不能理解其价值。为了明确讨论，我们就以信用违约掉期这种衍生品和相应的证券信用违约期权（Credit Default Option，简称CDO）为重点，看看它们的作用和影响到底在哪里。

本次金融危机期间，CDS是媒体说得最多的金融衍生品，也被认为是金融危机的罪魁祸首。

我们都知道，在金融衍生品出现之前，发达国家也像现在的中国一样，住房按揭、汽车贷款、企业贷款都由银行及准银行提供，所以，银行是社会必需，对个人、家庭和企业的价值很具体。可是，在没有金融衍生品的社会里，银行面对三大挑战：流动性风险、利率风险和信贷违约风险。

第一，如果住房按揭贷款或企业贷款要30年到期，银行放贷后，要等30年资金才全部回笼，银行就要随时面对流动性风险，因为万一许多存款人急需现金、从银行快速提款，银行就要面对挤兑挑战。这就有了对银行的存款准备金率、存贷比等流动性风险控制要求，银行贷款的总量不能太多，平均回笼期限不能太长，等等。也就是说，如果银行的流动性约束得不到缓和，银行的贷款量会很快到顶，不能再发放贷款了。由此，许多个人、家庭和企业不再能得到资金供应。针对这一挑战，1938年美国成立房利美公司，专门提供二级住房按揭贷款市场：任何银行在任何时候想脱手住房贷款时，可以方便地把贷款卖给房利美公司。于是，银行就不用担心按揭贷款的流动性和回笼时间长短问题了。到1970年，美国再推出住房按揭贷款证券，即先将千千万万家庭的住房按揭贷款放在一起，打成包，然后以贷款包的未来现金流做抵押，发行证券化的贷款包债券，结果使整个住房按揭贷款市场的资金供应几乎无限多，使众多家庭能得到住房按揭贷款而买上自己的房子。这就是说，二级贷款市场，像住房按揭贷款证券这样的衍生证券，从根本上解决了银行等机构的流动性问题和资金来源问题，最终受益的是千千万万普通家庭和个人。

第二，在你从银行做按揭贷款或你的企业从银行贷款之后，利率可能是1年固定、5年固定或10年固定，而银行付给存户的利率可能是浮动的短期利息。所以，银行为了规避自己的利率风险，必须使用利率衍生证券进行对冲，否则，银行不能给你或你的企业提供中长期固定利率贷款，即使能做到，所要求的利率风险溢价也会很高。

第三，在你的企业得到10年期贷款后，企业可能有资不抵债即破产的风险，或不破产但资质下滑的风险，这些都是放贷银行承担的所谓企业“信用风险”。银行怎么规避、控制信用风险？如果你的企业债务是信用违约期权的标的，即你的企业债有相应的CDO在衍生品市场上交易着，那么，银行或其他投资者给你的企业贷款之后，他们不用担心你的企业是否会破产违约，因为他们可买到你的企业的CDO，将信用违约风险规避掉。那么，CDS、CDO的存在对你的企业、对社会的意义是什么？是使银行有能力降低信用风险，使银行和其他信贷机构更愿意做放贷，所要求的利率回报也更低，这些都让企业和社会受益。

换句话说，三类金融衍生品解放了银行：住房按揭贷款证券及各类企业贷款证券这样的金融衍生品，解决了银行贷款的流动性；20世纪80年代推出的利率期货与期权等利率衍生证券，解决了银行利率风险管理

问题；而企业债CDS、住房贷款包CDS这样的信用衍生品，帮助银行分散了各种信用风险，通过CDS市场的交易，让银行贷款信用风险在更广范围内以更高效率进行配置，让能者和愿者多承担，不能者少承担或根本不承担。

因此，贷款证券化衍生品、利率衍生品和信用违约衍生证券，是三类目的不同的金融衍生证券，其推出和发展最终是为社会，特别是为中低收入阶层、高风险成长性企业提供了发展和成长机会。因为对高收入家庭、对成熟且利润稳健的企业来说，它们要么不需要贷款，即使需要贷款也总能从传统银行得到，金融创新、金融衍生品对它们的边际价值较低。如果没有这三类金融衍生品市场给中低收入家庭与高风险成长性企业提供的次级贷款，不仅贷款供给会很少，而且所要求的利率溢价会更高。

那么，在实践中，CDS等金融衍生证券到底表现如何？根据美国银行统计，到2007年，60万亿美元CDS总量中，有一半左右是银行的头寸，银行是CDS市场的最大参与者；其次是对冲基金和保险公司。虽然银行既买进一些CDS（买债务保险），又卖出另一些，但总体上，银行是CDS债务保险的净买入方，通过CDS等信用违约衍生品规避贷款违约风险。

2011年3月，蒂尔堡大学三位教授拉尔斯·诺登（Lars Norden）、孔苏埃洛·席尔瓦·布斯顿（Consuelo Silva Buston）和沃尔夫·瓦格纳（Wolf Wagner）发表了一篇题为《银行的信贷衍生品使用和贷款定价：渠道是什么？在不利的经济条件下持久吗？》的研究报告，对美国77家具有规模的银行在1997年至2009年末的信贷数据进行了详尽研究，看使用信用违约衍生品和不用这些衍生品的银行到底谁放贷更多、要求的企业贷款利率更低，特别是在2007—2009年金融危机期间，哪类银行表现得更好，给危机中的企业和老百姓家庭提供的信用支持更多。研究发现：第一，用信用违约衍生品越多的银行，给企业贷款的利息越低，相对银行资本规模的贷款比率越高，这就验证了前面的命题，即金融衍生品增加银行管理贷款风险的能力，使银行承受风险的能力更强，可以发放的贷款更多，要求的贷款利息回报更低。对社会而言，更高的银行信贷能力，意味着能够支持更多企业发展、增加社会就业，为更多普通家庭与个人提供金融支持。第二，信用违约衍生品市场的存在，不仅让有CDS衍生品交易的企业（其债务作为CDS标的的企业）受益，而且即使对于那些没有作为CDS衍生品标的的公司，当它们从使用

CDS的银行贷款时，这些银行所要求的信贷利率也会更低。也就是说，因为有活跃的CDS衍生品，银行能够更好地安排自己的风险组合，从而使从这些银行贷款的各类企业受益，不管这些企业自己是否为CDS的标的。

在过去几年里，媒体和政客给人的印象是，信用违约证券是金融危机的罪魁祸首。实际情况呢？诺登、布斯顿和瓦格纳三位教授发现，从2007年至2009年底，不管有没有使用信用违约衍生品，各家银行都在提高信贷利率并同时减少贷款，去杠杆化。可是，即使金融危机高潮时期，积极使用CDS等金融衍生品的银行，其去杠杆化程度也要明显低于其他银行，其信贷利率的增幅要远低于其他银行的利率增幅。这说明，积极使用信用违约和其他衍生品的银行，不仅在常态时期能给社会、给企业更多的贡献，而且在危机时期，照样能为社会、为经济提供更多服务。

2010年11月，耶鲁大学的两位教授阿莱西奥·萨瑞托（Alessio Saretto）和希瑟·图克斯（Heather Tookes）对标准普尔500指数公司在2002年至2009年间的资本结构情况做了研究。在研究报告《公司杠杆、债务期限和CDS:信贷供给的角色》中，他们发现，一家公司的债务是否有CDS信用违约期权在市场上交易，最后直接影响到该公司的资产负债水平和债务融资期限。也就是说，如果一家公司的债务是CDS衍生品的标的，并且该CDS衍生品交易比较活跃，那么，该公司不仅能做更多的债权融资，资产负债率比一般公司高1/4左右，而且这类公司的债权期限也平均长1.6年。之所以如此，是因为如果一家公司有CDS衍生证券在活跃交易，那么，投资者和银行买到该公司的债权后，即可通过买进该公司的CDS信用违约期权来规避该公司的信用风险。于是，投资者不仅可以买更多该公司的债权，还能承受更长的债券期限。

萨瑞托和图克斯教授还发现，在2007—2009年金融危机期间，有CDS信用违约期权的公司在债务融资金额与期限上的优势照样存在，让它们在信贷环境非常不利的时候，继续保留信贷优势，得到长期债权融资支持。也就是说，CDS能增加企业对抗危机冲击的能力。

关于金融衍生品市场对银行、企业和社会的好处，近些年有许多学术论文，既有纯理论的，也有纯实证的，这里就不一一列举了。总体而言，这些研究发现，虽然金融衍生品像电一样，如果使用不当，可以造成伤害，但是，金融衍生品不是大规模杀伤性武器，而是对社会有总体正面贡献的金融工具，它们让银行及其他金融机构能够更好地配置自己

的利率风险、流动性风险和信用违约风险。

就像任何工具一样，金融衍生品作为工具，本身不能主动伤害社会、伤害人，只有人去用的时候，才会对社会产生效果，使用得当就会产生积极正面的效果，使用不当就会产生问题。导致2008年金融危机的根本起因是之前的房地产泡沫。房地产泡沫破灭导致众多次级按揭贷款证券及CDS等衍生品的价格崩溃。问题源于人的行为，而不是自身无主动性的金融工具。

谁来监督银监会

在中国，关于金融衍生品的误解和恐惧，在2008年金融危机之前就很多，危机期间和之后就更多了。但问题是，中国经过了过去30年粗放式发展后，经济增长方式和增长结构已难以持续，必须转型。转型的重点是减少对投资和出口的依赖，增加对民间消费和服务业的依赖，同时提高增长的包容性，降低收入分配差距。当然，按照经济学一般常识，只要就业增长慢、中小企业创业难，中低收入阶层、农民群体的收入难以更快增长，民间消费更快增长的愿望就难以实现。

这又涉及农村金融自由、银行金融创新自由的问题。首先，由于农村人口占总人口的49%，未来经济增长更多来自消费的前提之一，是农民包括农村老年人的收入必须上升。中央年年号召解决“三农”问题，而且看来今后还将继续。其实，解决“三农”问题的关键不在于政府增加补贴，而在于放开束缚农民的金融手脚，让他们有创建基层金融组织、获得基本金融服务的自由。古语云：“授人以鱼，三餐之需；授人以渔，终生之用。”短期补贴只是“鱼”，如果农民可以实现金融自由，其实质是“授人以渔”。

其次，完全恢复民间自主办金融的权利，并开放商业银行等金融机构的创新自由，解决中小企业的金融饥饿问题，以支持就业和收入的增长，推进经济增长方式转型。

所以，以商业银行为主体的中国金融业的业务发展模式必须转型。

转型的必要性显而易见。目前，国内主要商业银行的利润80%以上来自存贷款利差，虽然支付结算、基金销售、理财产品销售等业务收入占比在逐步上升，但总的格局没太多变化，收入来源依然过于单一。当然，单一本身不一定可怕，怕的是单一背后的原因。

为什么中国商业银行的收入结构那么单一，金融产品和服务那么单调？为什么住房按揭贷款利率、企业贷款利率都只能跟着央行的基准利率动态浮动，而不能根据老百姓的需要提供5年、10年，甚至30年的固定利率贷款，以及其他选择花样呢？如果银行只能赚简单的存贷利差，不能提供丰富的金融中介服务，包括满足各类利率衍生品、各类流动性衍生品、各类信用衍生品的需要，那么，中国的商业银行除了为成熟的国企和成规模的民企提供贷款，就难有其他金融服务，更难以通过金融工具优化配置风险，为高风险成长型企业提供差异化的金融支持。

金融创新的瓶颈在哪里？在监管机构。具体讲，在于监管机构的激励架构，即对社会有价值但可能有风险的金融业务，按照“多一事不如少一事”的原则，监管部门的本能选择是“禁止”。所以，就有了农村老年人养老基金会被禁；民营金融被禁多年，到现在还没开放太多；金融衍生品交易被禁或被限。

摩根大通银行过去几年里，仅信用违约衍生品的头寸，就超过其贷款总额，如果加上利率衍生品、外汇衍生品等多空交易头寸，总量就是其贷款总额的数倍。这些不仅使摩根大通的行业地位得到增强，而且使其收入结构多样化。相比之下，中国主要商业银行不能交易信用违约衍生品，利率和外汇衍生品头寸总额一般只是贷款总额的5%或更少。

金融危机之后，监管机构叫停贷款证券化，理由是资产证券化导致了金融危机；2010年又叫停信贷资产转让。正如前面所说，贷款证券化与二级贷款市场从根本上解决了银行流动性风险问题，因噎废食只能是回避问题。贷款是几乎不能流动的资产时，银行就更安全了吗？一旦“禁止”金融创新成为习惯性政策选择，银行就只好走“揽存款—放贷款—筹资本”的经营模式，银行收入结构必然单调。

银行收入结构是问题的一方面，但跟它相配的另一面，是社会与企业得到的金融供给短缺，是社会金融饥渴。禁止或限制金融衍生品，限制民营金融给银监体系带来便利，这是一面；企业得不到资金支持，就业难以增长，老百姓得不到金融服务，这是后果的另一面。正如上面所说，金融工具如果用得不当，可能会带来风险。但是工具如何用是技术问题，必须通过实践摸索改进，而不是通过禁止能解决的问题。禁止把金融供给停止了，但需求不会因停止供给而消失。

金融危机之后，银监会不断提高监管标准，资本充足率从不低于8%调到9%，再到10%，重要银行不低于11.5%，附属资本限制在不超过核心资本的25%，拨备覆盖率从不低于100%提到不低于150%，拨贷比要

求不低于2.5%，之后又推出对存贷比不低于75%的“日均考核”。这些要求或许不过分，但是监管如此审慎，利弊相对如何？如果为了防范百年一遇的金融危机而迫使社会过99年苦日子，这是否违背金融市场的初衷？

加强监管或许可以帮助减少风险，但监管的本质是限制金融从业自由，监管每增加一项，金融自由度就降低一项，金融供给就降一筹，社会付出的代价就多几码。这是监管者应该记住的道理。

由于缺乏对银监体系的可靠监督，全国人大财政经济委员会不对其权力的加减进行问责，也不用就新的规则公开听证，结果就可能引发监管错位，在不该进入的领域伸展权力。

银监会成立以来，把建立良好的公司治理机制作为国有银行改革的一项重要内容，用心良苦，但其自身却在干预商业银行的治理。比如，2010年，银监会推出一项创新，主要商业银行的董事会会议及其专业委员会会议都必须有银监会官员参加，这是世界其他国家没有的。银监官员参加董事会及其专业委员会的法律依据是什么？董事会是股东的代表与决策机构，银监会以什么法律身份出现？这种创新使董事会性质发生了变化，把银行职能淡化为为社会提供金融服务。

银监会推出的另一项监管创新是，商业银行董事候选人在董事会提名、股东大会投票通过之后，再由银监会进行笔试、面试并审批，只有经银监会批准才能正式成为董事。这里的顺序不是先由银监会对每个董事候选人的资格进行审查，然后由银行股东大会投票选举，而是反过来：先由董事会提名、银行股东大会投票，然后由银监会审批。这种顺序显然违背《公司法》，因为在《公司法》里，股东大会就是最高权力机构，一旦投票通过即为公司董事。现在的顺序让银监会处于《公司法》之上。

银监会该做的是放开民营金融，是保障银行及其他金融机构的创新自由和公平竞争，是制定并监管合理的系统性风险指标，但不是去干预银行的内部管理与微观决策。同时，为了更好地制约权力，我们还要思考，谁来监督、规范银监机构的权力，这又是另外一个问题了。

---

[1] 原文发表于价值中国网，2011年5月23日。有改动。

[2] 2015年，该《实施办法》修订通过，并于2015年6月5日起施行。——编者注

第13章

如何看待互联网金融[1]

任何新鲜事都会带来一阵激动，甚至一阵热潮，然后回到现实，发现真实的情况并非当初发热时预估的那么理想。泡沫的好处是让社会资金大量集中于新鲜业态，使其得到廉价资本的充分支持，并在短期内得以快速发展，坏处是让其中许多投资者血本无归，空热闹一场。

互联网金融在中国就正处于这样一种过热状态。我们首先必须看到，由于互联网带来的金融亢奋并不是“新金融”，而是金融的销售和获取渠道上的变化。这种变化是积极的，甚至是革命性的。但是，就好像有了京东商城、当当网之后，电器、衣服、书籍等从制造商到消费者之间的商业渠道发生了变化，许多物理商店变得多余，然而电器还是电器，衣服还是衣服，书籍还是书籍，商品不会因为其渠道的变革而成为非商品或超商品。

金融也是如此，互联网金融交易的还是金融契约，不管其发行、交易和交割是在线上还是在线下。股票还是股票，基金还是基金，债券还是债券，期货、期权、信托等金融产品的结构与性质不会因互联网渠道的改变而发生改变。也就是说，从金融产品的设计角度讲，债券等固定收益契约不管未来发生什么事，除非发行方破产，否则当初承诺支付的年息10%或15%必须年复一年地支付。而大家熟悉的股票在支付结构安排上则完全不同，发行股票的公司不保证任何支付，亏损时当然不能分红，即使公司盈利也未必有义务支付红利，因为股票在契约设计上就是这么灵活，就是这样跟债券和银行产品不同。

因此，我们首先看到，互联网金融所经营的产品在支付结构上并没有明显的创新，不是支付结构意义上或金融产品意义上的“新金融”，互联网金融不是新金融，而只是金融销售渠道、金融获取渠道意义上的创新。换言之，互联网在渠道意义上挑战传统的银行和资本市场，但在产品结构和产品设计上跟银行、保险、资本市场等所经营的产品没有区别。金融的本质没变，还是交易各方的跨期价值交换，是信用的交换。互联网的出现，改变了金融交易的范围、人数、金额和环境，但没有改变金融交易的本质。

那么，具体而言，互联网金融带来了哪些变化呢？这些变化对监管的要求有什么不同呢？还有，为什么互联网金融在中国这么热，而在其他国家却没有这种泡沫？这跟中国严格的金融管制、跟“维稳”政策有关系吗？

金融受众越多，监管要求越严

我们从历史变迁的角度谈起。在现代化之前，尤其在铁路、公路、航空运输之前，当然没有电子通信技术，商品市场、金融市场的交易范围也就不会太广，参与人数也不会太多。就像笔者的湖南老家茶陵县，县内彼此听不懂的方言至少有4种。想一想，如果过去几百、几千年，跨越乡镇的贸易往来十分发达，那么，久而久之，各种方言就自然会相互渗透、相互靠拢，慢慢地差异就会被抹平，变成一种或几种互相能听得懂的方言。到今天，我们县内彼此听不懂的方言还这么多，湖南省内方言还有几百种，都说明当地的商品交易范围、金融借贷交易范围非常小。

即使大家都很熟悉的山西票号，其在中国经济与社会中的渗透广度和深度实际上远没有一些历史书里说的那么高。原来的票号和钱庄虽然对当时经济和社会的贡献很大，但它们还不是经济的主流，跟金融在现今社会中的地位无法相比，主要原因是过去金融交易受限于那时的交通运输方式和信息手段。

道理很简单。原来的交通不发达使交易范围非常受限，交易主要在本地、本镇进行。比如，从山西平遥到长沙，距离大概1700公里，在没有飞机、公路和铁路的时候，为了把银子从平遥运到长沙，如果是骑马运输，一天跑150公里，大概要花11天时间。而从平遥到广州是2400公里，按照一天150公里的速度，大概要花16天才能把东西运到广州。由此，我们可以展开想象：以前的金融交易，票号也好，钱庄也好，可以跨地区交易，但一年来回跑的次数会非常非常有限，能够交易的量不可能太高。也正因为跨地区交往那么难，交往频率不可能太高，所以各地商人之间的信息不对称会非常严重，信任的基础会非常脆弱，高度依赖信任的金融交易很难进行。因此，在没有快速交通工具、没有现代通信手段的时候，金融交易、商品交易的范围很有限，参与交易的人数不会多，交易的金额不会大。

所以，清朝和以前的朝代都没有银监会，没有证监会，也没有中央

银行或其他金融监管机构。今天我们可能会说，那时候的中国太落后了。其实，我们不用做这种指责，因为那时候的金融范围很窄，参与交易的人数很少，交易金额那么小，即使一个地方的金融交易出现问题，也伤害不了全社会，引发不了社会危机，所以，那时候犯不着有主管金融的政府机构，清朝政府用不着做宏观经济调控。这也是为什么中国过去2000多年历史中清朝的赋税最低。清朝统治的200多年里，朝廷上上下下的财政收入大概只有GDP的2%～3%，跟今天占GDP达20%左右的财政收入相比不在一个数量级。

从前，国内的交易范围如此窄，跨越国界的交易就更少了。在现代之前，国与国之间经济往来程度确实非常低，金融往来程度就更低了。就以欧洲跟亚洲的往来作为例子，按历史学家的估算，整个16世纪的100年间，从欧洲各地到亚洲的商船发船总数为770次，平均每年从欧洲到亚洲的发船数只有7.7次。在17世纪的100年里，欧洲跟亚洲的商业往来增加了很多，但100年里也只有3161班次的商船发往亚洲，平均一年31.61次。大家可以想象，欧亚之间的商船班次这么少，跨国贸易能有多少，金融往来会更少。今天从上海发往欧洲的船数一天就不止这个数！而18世纪的100年间，从欧洲到亚洲来的商船发船数也不过是6661次，平均每年66次。在那种情况下，即使一个地区、一个国家的金融交易出现大问题，也不会伤害其他国家，给其他国家带来经济危机、社会危机或政治危机。

今天，互联网等信息技术和交通运输技术的进步，对金融市场、资本市场带来的影响非常大。这些影响包含的方面太多，其中一个影响是证券投资换手率。1970年时，在纽约证券交易所上市的公司股票大概平均每5年换手一次，即平均持有5年后才卖掉；到了20世纪80年代末期，大概是每两年换手一次；到了最近几年，平均不到4个月就换手一次。20世纪80年代末，纽约证券交易所一天如果有2亿股成交，就算交易量非常大的一天了，会成为新闻。而今天，纽约证券交易所的日交易量很容易就超过30亿股！

交易量的猛增、换手率的猛涨，使金融系统性风险大为增加。在18世纪，甚至19世纪，一家雷曼兄弟公司的倒闭可能不会影响整个美国社会，更不会影响全球经济的各个角落。可是，2008年雷曼兄弟倒闭引发的问题却可以在几小时内席卷全球，让远在我家乡湖南茶陵的企业都感受到压力！当单个金融机构的行为可以这么快把全球经济拖下水，金融监管的必要性比历史上的任何时期都更高了。

这对互联网金融的意义是什么呢？前面谈到，互联网对金融的影响主要是改变了其销售渠道和金融获取方式。我们可以从以下几方面来理解互联网对金融的影响。

首先，互联网使金融交易成本大大降低，这主要表现在信息成本降低，信息量大增，在网上和手机上就能处理许多金融交易（而不是亲自跑银行、基金公司柜台或券商柜台）。

其次，金融交易的地理范围大大拓展了，使渗透面和参与人数都大大提升。未来做得最好的互联网金融公司，可以渗透到连农行、工行都渗透不到的地方，客户量甚至可以超过农行、工行。今天，农行的网点最多，但其网点还是无法覆盖每个村、每个镇。而互联网金融公司尽管没有农行和工行那么多网点，但只要人们能够用手机上网，就能参与互联网金融交易，成为客户。正因为这样，互联网金融公司的客户量可以非常大，具备超越农行、工行的潜力。

那么，客观地讲，互联网金融公司是否真的会超越传统的老牌银行，使后者消失呢？以笔者对金融和人性的理解，答案是否定的。的确，互联网使银行物理网点的价值大大下降，所以，商业不能再一味追求网点数量，而是要慢慢减少。但是，银行不能没有网点，因为金融交易的本质是信用、是信任。在出现问题、需要服务的时候，金融客户是否能去一个看得见摸得着的网点得到服务，在相当大程度上会决定客户能否放心、能否对银行或其他金融机构信得过。人对抽象的东西总是更加怀疑，而更愿意去相信那些看得见摸得着的东西。这就是为什么不管是在中国还是在欧洲，银行、券商总喜欢以大楼、以非常坚实的建筑结构来表现其“信得过”“靠得住”的一面。尤其是只要出现一次银行挤兑或金融机构破产，人们就能认识到“出问题时，要有地方去找人解决问题”的价值。金融交易本来就是基于信任的跨期价值交换，本来就充满怀疑、充满信息不对称，单纯的手机界面、互联网界面虽然能带来便利，却不利于增强信任。尤其对看重人情、非常认关系的中国人来说，面对面的交流、有形坚实的建筑往往是信任不可或缺的基础。

当然，在交易额只有几千元、几万元的情况下，许多人会把方便看得更重要，因为即使全丢了，也不一定影响到自己的生活，这也是支付宝、余额宝的吸引力所在。从事互联网放贷的金融机构，也大致如此：只要每一笔贷款投资数额很小，“大数定律”使金融机构能够通过在众多项目上都投资而化解单项投资的损失。但这些“小额”互联网金融也只能停留在“小额”，上升到几十万元、几百万元的金额后，人们不见面就交

给“机器”去帮自己理财的可能性会大大减少。很难想象，在一个存在信任危机的中国社会里，基于抽象机器的互联网金融能够让人们放心到不再需要传统银行，不再需要传统金融机构的面对面交往。即使今天许多人没有认识到这一点，未来一场小小的金融危机也会提醒甚至教训他们这一点。笔者从事运作对冲基金十几年，接触过数百个潜在投资者，包括个人和机构投资者，感受最深的是人们对资金安全的担心、对保底的热衷，而且面对面接触几次也不见得改变局面。金融交易面对面都这么难，不见面就能做成大额金融交易当然会更难。

说到受众庞大和金融危机，这就让我们回到监管的话题，互联网带来的渠道革命增加了对监管的要求。我历来反对监管，因为监管带来太多寻租与腐败，因为监管者的激励结构与市场的差别太大，使他们做得比市场更差。但是，当金融交易的受众范围太大、参与交易的人数太多之后，金融市场里“星星之火，可以燎原”的概率就会大增，不监管所引发的问题可能会超过监管本身所隐含的社会代价。在监管经济学里，一般哲学是，如果金融交易或其他交易涉及的人数和地理范围非常有限，那么，政府就不应该监管，因为犯不着派官员去——本来交易面就小，交易人数就几十人、几百人，当然不需要官员指手画脚，官员能带来的坏处会大大超过好处。可是，如果金融交易的人数达几百万、几千万甚至几亿时，这时候金融交易如果出现问题，很容易变成一个大的社会问题、政治问题。在中国的语境之下，就是一个“维稳”问题。随着参与交易人数的增加，监管的必要性也因此增加。

正因为互联网金融的客户数可以超越工行、农行等，互联网金融今后面对的监管可能比传统银行更严。也许因为互联网金融是新鲜事物，今天的监管还很少。但只要遇到几次问题、几次风险事件，情况就会发生变化。监管强化之后，利润空间就会受到挤压。这就是为什么虽然今天互联网金融热炒，但从长久看来，对互联网金融的监管会挤掉这个泡沫。

余额宝跟银行类似

余额宝跟传统银行有区别吗？它让客户把支付宝账户上暂时不用的钱转到余额宝账户，然后由阿里金融和它雇用的第三方基金管理公司通过投资债券和理财产品，向余额宝客户提供固定收益回报。尽管在具体安排上，对余额宝来说，客户的账户跟一般基金账户一样，每份账户上

的钱跟债券投资直接挂钩，因此属于“直接融资”，而非传统银行的“间接融资”；但在余额宝客户看来，他们会认为经营方即支付宝（中国）网络技术有限公司在实际操控并承担责任，效果上跟传统银行区别不大。

余额宝的交易安排当然简单，也吸引了大量客户，资金量一下子超过2000亿元，成为2013年的热门事件。可是，这类金融安排也存在一些潜在的问题。

第一，期限错配问题。余额宝账户的钱是“实时期限”投资，因为客户可以随时撤出资金返回支付宝，而余额宝基金所投的货币市场基金产品的期限不是即时的，而是有几天、几个月甚至几年才到期，所以，资产与负债头寸间的期限严重错配，隐含利率风险。

第二，流动性错配。由于余额宝用户可以随时撤钱，管理方就需要即时流动性，而货币市场基金产品都有固定期限。虽然债券等二级市场的交易可以提供“即时”退出，但交易量有限，在余额宝金额不特别大且市场正常时，流动性不是问题。可是一旦出现市场危机或半危机，可能许多余额宝客户需要同时撤资，“挤兑”压力下流动性错配问题会非常突出。特别是许多理财产品都有锁定期，提前退出的难度较大，所以，投资头寸的流动性会很差。如果余额宝等产品的投资范围不受限制，如果可以投到理财产品、房地产、土地、各类股票、私募基金等，那么，这些头寸的流动性可能更差。

第三，信用风险。一方面，如果任何互联网公司都推出余额宝或其他产品，这些互联网金融公司的信用靠什么保障？违约后怎么处理？资本金应该有哪些要求？是否该要求经营方按资金比例拨备？另一方面，如果互联网金融公司没有将自己的资本参与每个投资项目中，它们是否有足够动力去挑选好每一个投资品种？美国次贷危机中反映出来的次级住房按揭贷款问题表明，当金融经营方没有自有资金跟客户资金“同甘共苦”时，经营方的激励会出现扭曲，对所投项目的信用风险及其他方面不一定那么审慎。

一旦余额宝有风吹草动、发生挤兑，可能引发的恐慌会因为其客户数量众多而远超2013年末中金嘉钰所引发的后果。投资50万元至数百万元购买中金嘉钰基金产品的客户，在一年期满后，利息没看到，本金也要不回。于是，2013年12月初，一些投资者从上海、重庆、天津跑到北京金融街游行维权。只不过中金嘉钰的投资者数量很少，跟余额宝无法相比。因此，互联网提供的金融渠道平台带来发展机会的同时，也带来监管挑战。

互联网让金融的买卖双方直接交易

一种观点认为，互联网金融既不像传统银行的间接融资，也不像基于交易所的资本市场直接融资，因为互联网让资金的供给方和需求方直接选择对方、谈好条款、做好交易，而不需要银行、同行等中介。没有金融中介的特征让互联网金融可以更大地发展。

这种看法当然忽视了银行及资本市场的来历。就以股票市场为例。在股票交易最初于16世纪末到17世纪在伦敦起步的时期，没有银行、投行或股票交易所，而是在一些咖啡馆里——买方和卖方到那些咖啡馆去交流、询价、撮合交易。18世纪股票到了美国，那时在纽约，也是在街上、在咖啡馆，就像在菜市场买菜一样，买卖双方了解供求情况，并相互谈价、谈条件。到1792年，二十几位股票经纪人在纽约华尔街68号前的梧桐树下签订著名的《梧桐树协议》时，才给股票交易设立了一些规则，但那不是正式的交易所，也没有其他中介机构给证券交易提供“信用增强”服务，交易平台还是街上、咖啡馆等可以聚集人群的地方。1817年，纽约证券交易所（时名“纽约证券交易委员会”）才正式成立，并进一步将股票交易带上正轨。

股票于19世纪进入中国的经历也基本如此。当时中国没有专门的股票交易所，股票买卖只好到当时大家聚会常去的茶馆来进行。每天早上，对股票有兴趣的人来到上海的一些茶馆，举办茶会，大家在一起边闲谈喝茶，边交换信息、洽谈交易。口头成交之后，既可以到外面将交易落实，也可以直接将证券在茶会上交易——一手交钱，一手交货。这种茶会代行证券交易的方式一直延续到1914年，那年秋天上海股票商业公会成立，证券交易才开始逐渐走向正式。

所以，今天互联网提供的交易平台跟英美咖啡馆、晚清中国茶馆提供的平台没有本质区别，都是买方和卖方聚集在一起，直接询价、交易，这不是什么新事物，只是在受众数量上差异很大。互联网的受众范围和信息传输速度是原来的咖啡馆、茶馆无法比的。

那么，互联网金融目前没有金融中介在其中提供各类信用增强服务，这到底是否有利于其发展呢？为什么现代金融从保险、银行到股票、债券、期货期权、基金，都依赖金融中介、依赖正式的交易所呢？这又把我们带回金融史的话题。可以说，正是现代交易所、银行、投行、基金公司等机构的出现，才使各金融行业于14世纪开始从原始的大街小巷或咖啡馆、茶馆逐步走出来，并得到快速发展。道理很简单，一

旦交易范围走出本村、本镇，交易双方在相互之间不认识、不信任的条件下是不可能发生跨期价值交换的，尤其在交易额足够大时更加不可能。因此，在跨区域的陌生人之间能够进行金融交易之前，必须要有买卖双方都认同、信任的金融中介先发展起来。这样，尽管资金的提供方和需求方相互不认识，但他们用不着直接交易，而是都跟他们信得过的金融中介交易，金融中介提供的是珍贵的诚信和信任。这也是为什么金融业的品牌比一般商品的品牌更加重要、更加不可替代，这也是为什么在大家都愿意跟老牌金融公司交易之后，要建立新的金融品牌很难。

虽然互联网提供的金融交易平台非常广阔，潜力巨大，成本也低，并且会使许多银行的物理网点变得不必要，但并不是谁都能快速发展，不是谁都能得到人们所要求的信任。

为什么互联网金融今天这么热

既然从长期看是如此，那为什么互联网金融今天在中国这么热？在美国基本看不到太多论坛讨论互联网金融，而在中国，情况则完全相反——每个论坛都有很多人讨论互联网金融，好像互联网金融是天上掉下来的馅饼。之所以如此，原因至少有下面几个。

第一，中国金融市场总体不很发达，管制多，投资渠道受到的限制多。在投资渠道非常有限的情况下，一旦余额宝等互联网金融产品带来的收益比较高，就很容易受到追捧。管制过多带来的投资选择少是第一个原因。

第二，银行利息受到的管制太严，银行存款利率太低，而与此相对的是，那些理财产品的收益率非常高。当银行和理财产品之间的收益利差大时，余额宝等互联网金融产品就有非常大的短期发展空间。但随着利率市场化改革的进一步深化，特别是存款利率上限一旦去除，这部分套利的机会不久就会消失。

第三，为了维护社会稳定，监管部门迫使各类金融产品“刚性兑付”。在中国，一旦理财产品出现问题，无论实际情况如何，银行等产品发行方都会被要求兑付投资者本金、赔偿损失。这导致投资者对金融机构的信任存在盲目性，其投资建立在对金融机构不会倒闭及金融承诺不会违约的预期基础上。这就带来一个道德风险结果：投资者没有金融风险意识，市场对风险的定价严重错乱。在美国，除了看金融产品的收益

回报外，投资者都会看一下不同金融产品的风险。但在中国，由于是政府兜底，投资者看不出不同产品的风险谁高谁低，唯一看到的是发行方说的收益回报率有多高。“刚性兑付”带来的风险定价混乱，也让互联网金融存在较大的短期套利空间。因为只要投资者只在乎承诺的收益回报而不顾风险的高低，那么理财产品就有吸引力，也使互联网金融短期内有较高的赚钱空间。

从这些角度看，随着中国市场化改革的深化，特别是随着十八届三中全会具体改革的深化落实，互联网金融的热潮会慢慢冷却。当然，这并不妨碍一些短期发展机会的出现，但这只是暂时现象，不会长久持续。互联网金融带来的最大变化是，交易的范围、环境、金额都和过去几十年、几百年不同，发生了很大的量的变化，但金融的本质没有变化。

---

[1] 原文发表于《经济观察报》，2014年1月6日。有改动。

第14章

期权工具帮助投资者规避风险

在笔者近30年的学术生涯里，关于期权与期货市场的研究占用的时间很多，我也在这方面发表过不少论文，教过不少课程。所以，对期权与期货市场的理解还算比较多，也实际参与过这些市场的交易多年。我觉得在中国早就应该推出期权市场。针对ETF（Exchange Traded Fund，交易所交易基金）期权，证监会和上交所已经花了好几年的时间研究、研发、测试，准备得相当充分，不必再担心这样那样的监管问题。像这样成熟的金融产品，在美国和其他国家已经运作了几十年，还有什么潜在的监管漏洞让我们犹豫呢？

不能从投资回报的角度理解期权

关于期权，我们可能很容易从平时关心的角度去问：有了期权以后，是不是能够增加投资者的回报？期权投资是不是比股票、债券本身更加赚钱？很多人都希望从这个角度说明推出ETF期权的重要性。可是，这个标准本身是错误的，至少是不恰当的。

期权作为一类金融衍生品，它不是一般意义上的投资品，而更多的是保险品，其保险属性大于投资属性，所以，我们不能以“带来多少回报”为标准来评判。如何理解呢？一个比较好的例子是你买医疗保险、房产保险，每年都要付保费，但是，你知道，最好的结果是保险公司永远也不要付给你钱，因为你不希望身体生病或房子被烧而去找保险公司赔付，你希望这辈子永远只是给保险公司钱，但不要保险公司真正给你回报什么。那么，为什么我们还买财产险、医疗险呢？我们买的是安心，买的是睡好觉。当然，之所以保险让你放心、安心，是因为一旦发生风险事件，你的消费、你的生活照样不受影响，因为有保险公司帮你顶着呢。所以，你买保险的时候，你不会说：“我每年付给泰康人寿、中国人寿的这些保费，能够给我带来20%或30%的实际回报。”一般不会这样来理解保险产品到底划算不划算，因为如果按照回报的角度计算，保险公司总要赚些钱，大多数保险的预期回报应该是负的。不过，尽管预期回报为负，我们还是会去买保险，因为它可以解决风险这个问题，让我们

可以更安心。回到期权本身，如果期权工具帮助投资者规避一些风险，让他们更加放心，那么，基金公司、机构投资者和个人投资者才会投更多资金到资本市场、股票市场。这样，总体投资回报预期不一定更高，但投资风险会更低，投资者会更安心。这是从保险的角度来理解为什么期权对股票市场、投资市场意义重大。

第二个跟期权非常相似的例子，是大家讨论得比较多的转基因粮食。耶鲁大学植物生物学教授邓兴旺说，水稻转基因以后，未必会让每亩产量上升多少，但最大的好处是使水稻对水的依赖度下降，使水稻的抗虫能力增强很多。这样，尽管每亩的产量预期基本不变，但水稻产出的不确定性会下降，也就是风险会大大下降，这使整个社会的粮食供给更加安全了。这样，18亿亩耕地红线的必要性就不大了。之所以有18亿亩底线，也是考虑到以前粮食产量的波动性很大，要有对抗气候风险的缓冲空间。就像玉米一样，转基因后可能产量没有太大变化，但好处是往玉米种子内注入一种新基因后，玉米苗会产生一种味道，让虫子碰都不想碰它，这样，玉米产量的波动性就会减少很多。

中国香港科技大学龚启圣教授也曾经指出，1550年到1900年，350年的时间里面，玉米和红薯进入中国以后，中国的人口从1亿左右上升到3.5亿，其中玉米和红薯的贡献大概是55%。后来一些历史学者认为这个估值不可靠，因为现在的玉米和红薯等新世界粮食占中国每年粮食产出平均才5%~10%。他们说，正常年份产量占比这么少的红薯和玉米怎么可能给这几百年的中国人口增长贡献55%？他们不知道那时候玉米和红薯起到的作用跟期权等保险类产品的作用非常类似。在正常降雨量年份你感觉不到玉米、红薯这类抗旱性粮食作物的存在，只有在干旱年份到来，在粮食严重短缺时，你在5、6月份的时候追加种上玉米、红薯。因为玉米和红薯不需要太多水，田里和山上到处都可以种，相对于水稻而言，红薯和玉米等于是避险性粮食。在干旱导致水稻歉收的时候，多种一些玉米和红薯，整个社会的粮食产出便可以保持在一个必要的水平，它们起到了一个平衡作用。而期权，不论是认沽期权，还是认购期权，都可以起到这个效果。在多数时候，投资者用期权作为规避风险安排时，不一定非得直接从期权仓位里赚到很多钱，因为目的不是靠期权为投资回报唱主角，而是在干旱年份、在风险事件发生时，你可以靠期权帮你减少损失。

期权市场比期货市场更重要

我们也要看到，既然我们已经接受期货市场，中国已经有了各种各样的期货交易，那么我们肯定要接受期权市场，因为相对于期货，期权的未来支付是标的物价格的非线性函数，而期货的定价跟标的物价格是线性关系的。也就是说，除了帮助期货的买卖双方把未来的交割价格提前锁定（因此，有利于生产者和消费者更好地计划未来，规避未来的不确定性），期权给投资者带来的好处实际上会更多。比如，相比于单纯买入标的物，买入认购期权让投资者在标的物价格下跌的情况下损失有限，最多损失付出的权利金，但同时又能在标的物价格上涨时获得收益，而期货就做不到这一点。期权和期货在支付结构上的这种本质差别，实际上是因为期货给投资者带来的规避风险、安排未来收益的灵活性和好处比期权要小很多。期权给投资者提供的选择也多很多，比如行权价格可以各种各样，非常灵活，既可以有认购期权，也可以是认沽期权，可以为投资者提供非常多的想象空间和实际操作空间。

做好金融衍生品市场的知识普及

为什么2008年金融危机后，很多经济学家都在说，全球固定收益债券类市场总值不到全球GDP的2倍，但固定收益、债券类金融衍生品市场规模却是全球GDP的8倍多，有必要有这么多金融衍生品、金融创新吗？他们认为，金融衍生品规模达到GDP一两倍还可以接受，但是8倍、10倍于全球GDP的规模显得太大。其实，在笔者看来，这些看法是对保险类金融衍生品缺乏真正理解的结果。前面说过，投资回报高还是低，这些很直观，好理解，但是，“风险”“波动率”这些指标很抽象，看不见也摸不着。这就对专门针对风险的衍生品带来挑战，因为这会使社会、决策层，甚至很多经济学家都难以接受金融衍生品的经济功用和社会价值。

过去我做过10年的对冲基金，那些经历让我见证太多这样的情况：你跟投资者讲为什么不能只看平均回报率，还要看风险的高低，为什么只要风险很低即使回报率比较低也是值得的，回报和风险要匹配，等等，这些道理他们都能接受，也支持，但到每个人最终看到实际回报数字后判断这个基金、那个基金的情况时，往往都把这些道理忘记了，都只看平均回报率这一个指标，而不顾风险指标。所以，要人们在实际中理解风险、重视风险真的很难，风险太抽象了。这当然意味着要很多人理解期权等保险性金融衍生品，挑战很大。

为了让社会更好、更广泛地接受金融衍生品市场，确实有很多教育工作要做。期权推出来后，怎样管理好大众投资者、股民的预期，教育是巨大的挑战。这种教育做得好不好，在中国的环境下最终会决定社会和管理层对期权市场、金融衍生品市场的接受度。上交所对投资者的准入条件有适当要求并进行把关，这些很重要，以免出事后、亏钱后责怪上交所和证监会，否则会对整个金融衍生品市场的发展产生不利后果。

保险类金融衍生品虽然在理解上挑战性大，尤其对于一个刚刚走出以农业为主导的社会更是如此，但现代经济又偏偏离不开金融衍生品市场。互联网把一般商品市场和金融市场的范围与规模提升这么多数量级以后，避险的需求、跨期价值配置的需求，包括家庭与个人的需求，都要求有更多、更加五花八门的金融衍生品。所以，我们金融监管者、从业者和学者都不得不接受这个挑战。不管是今天的转基因粮食，还是过去的红薯、玉米，还是当年初进中国的商业保险，都曾经面对巨大挑战，但今天还是被整个社会接受了，也没有几个人抱怨保险公司。在我们推广期权市场时，应该避免把它们说成是比股票市场更赚钱的工具，那不合适，而更应该把它们跟保险市场做类比，不应该跟债券、股票这些投资性产品做类比。

第15章

诚信的“金融逻辑”为何失灵[1]

在2010年，“打假”和“造假”这两个世界好像冰火两重天：一方面，8月29日方舟子遇袭，舆论猜测可能来自对方舟子打假的报复，虽然方的伤势不重，但也足以威慑热衷打假的人；另一方面，8月25日唐骏通过大华建设借壳上市，并成为大华建设的董事长，实际上，即使在关于唐骏学历争议最高峰时的7月后两周，他作为总裁的上市公司——新华都的股价不仅没跌，反而有些上涨。这个社会是怎么回事：打假者生命受到威胁，而造假者呢？当上市公司总裁的诚信受到质疑时，其股价为何不跌反涨？

当然，如果仅仅是学历造假的偶发事件，没有公然宣扬“能骗到所有人就是成功”的价值观，没有伤人伤物，没有破坏社会道德秩序，没有形成社会造假气候，那也就罢了。可是，事情不止如此，如今，航空公司飞行员的飞行资历也有造假，婴儿奶粉也因造假有毒，茶油添加剂安全度也造假，食品饮料也有假冒……在一次次“假”“毒”波的冲击下，老百姓不仅视听疲劳，而且不安全感明显上升，而制约造假、行骗等道德问题的商业规则、惩罚机制，在中国看起来似乎也是失灵的，这不但未能遏制造假的进一步泛滥，而且加剧了中国社会当前的阶层分裂、价值混乱。

中庸之道可以休矣

造假风之所以到今天如此泛滥，原因当然很多，但归根结底还是造假的成本收益比太划算，超额利润太大，而即使造假被揭露，也不见得有处罚，造假的预期成本太低。

近年来造假事件太多，就以2006年最有名的“汉芯”事件为例。当年1月，先是有人在网上透露上海交通大学微电子学院院长陈进研制的所谓“汉芯一号”，是造假。经过媒体的广泛追踪报道，上海交通大学于2006年5月12日向媒体证实“汉芯”是假的，并通报表示陈进被撤销各项职务和学术头衔，国家有关部委也与其解除科研合同，并追缴1亿多元

的各项研究费用。但是，让人遗憾的是，即使陈进欺诈多个部委及上海市政府单位，骗取了如此巨额的科研经费，除了上海交通大学将其免职、免头衔，没有任何机构对陈进追究法律责任、进行法律制裁。这类事件如此结局，冲击了社会的道德与法治底线，给法律的严肃性构成硬伤，同时，从另一方面鼓励了未来的造假者。

2006年6月，同济大学生命科学与技术学院院长杨杰教授，因为学术造假，被校方“终止其聘用合同”“解除教授资格”。那次已经是近年对造假处理得利落干脆的了，但还是仅停留在“把骗到的还回去”的层面，没有其他处罚或刑罚，使造假的实际成本几乎为零。

据《新世纪》周刊追踪报道，湖南省质监局早在2010年2月就发现金浩茶油致癌物超标，但一直没有公布。到8月20日，金浩茶油还在其网站声明，称网上论坛及微博出现的关于“金浩茶油被查出致癌物超标6倍”属谣传，公司承诺金浩茶油系列食用植物油质量安全可靠。8月21日，湖南省质监局还向省内官方媒体通报了“茶籽油生产加工企业专项监督抽查结果”，称23家企业33种茶油产品抽检结果均为合格，其中包括金浩公司部分茶油产品。8月30日，《新世纪》详细报道了金浩问题茶油秘密“召回”的过程等问题，但这一问题掩藏时间已近半年。在接受采访时，湖南省质监部门负责人称，选择不公开是“维稳”需要。

从这几件及其他众多著名案例中，我们看到造假成风的根本原因包括以下几方面。

第一，制度原因，包括政府权力过多控制社会资源的配置、权贵联盟、司法受到行政干扰、法治不到位等。由政府部门掌握“技术创新”资源、科研资源、教育资源、行业资源、学位资源等，寻租机会必然会多，造假的激励就会翻倍甚至翻数倍。行政配置资源跟市场配置资源的最大差别在于：后者看重经济回报，看“硬功夫”；而前者不在乎经济回报，主要甚至只在乎政绩。由于“政绩”既主观又不一定有形有色，不一定跟效率挂钩，所以，当行政权力当道进行资源配置时，忽悠、造假反而更能让行政掌权者和“陈进”们双赢。因此，市场化程度越低、政府配置资源比重越高的社会，给造假带来的激励必然越高，在权力受媒体监督有限的社会里尤其如此。

正因为造假、忽悠更能让行政当权者和造假者双赢，所以，一旦骗局被发现，从法律和行政上追究造假者的可能性就不会大，司法也不太会介入（因为如果司法和其他责任部门“太认真”，就会捅出太多权贵）。就像陈进“汉芯”案一样，责任仅追究到免除职务为止，而这个职

务本来就是骗取的。

第二，今天造假盛行，不全是制度所致，还有文化观念因素，即人们的观念并没完全适应新的社会结构。众所周知，中庸之道渗透中国社会2000余年，强调的是对事情不要太较真儿，包括对造假者不要太认真追究。在传统的农业社会里，中庸之道基本够用，也不会使社会造假成风，主要原因有三：其一，农业社会里，即使行骗，能获得的好处也非常有限，跟现在的政府项目金额、上市公司市值、假药毒奶粉销售额完全不是同一个数量级，因此，造假的激励非常有限。其二，造假一旦被发现，代价就会很大。传统中国以乡村熟人社会为主，村民又基本是世世代代为左邻右舍，一旦造假被发现，不仅造假者的利益和地位会立即受损，而且其子孙后代皆会受牵连。其三，虽然农村社会可以用中庸之道对待造假，但家族的家法、宗族的宗法不一定会放过造假者。关于宗法的冷酷无情，已有不少介绍和批判，这里不必多说。也由于在熟人社会，信息不对称程度低，造假不被发现的概率较低，造假者受到家族、宗族处罚的预期一般较高。

相比之下，在今天已大规模城市化、人口流动性很强的中国社会，一方面，经济市场不仅跨越全国，而且也因全球化跨越整个世界，造假、行骗所能带来的好处已经以亿元、百亿元计算，特别是有了股票市场后，造假能带来的好处可以上千亿元，造假的诱惑今非昔比。另一方面，社会中人们之间的信息不对称也今非昔比。原来的熟人社会人口少，又是世世代代左邻右舍，不了解也很难。可是，在今天的城市，即使是物理上的左邻右舍，也不见得彼此认识，更不要谈任何深交，这使得造假被发现的难度大大增加。也就是说，从信息角度看，今天的造假预期成本比以前低。这样，在今天的中国社会，造假好处大大提高，而造假成本又比以前低，于是，造假不盛行也难。

今天造假盛行除了制度因素外，不一定是中国人的道德水准真的比以前低很多，而是现代经济和社会结构改变了造假的利弊计算，新的利弊权衡可能使许多本来不一定造假的人也理性选择造假。

如何改变这一造假利弊平衡点呢？道德教育已经进行了多年，道德谴责如果没有在现实层面兑现为惩罚，只是披露造假事实、公众舆论讨伐，对造假者来说，基本不管用，必须从法治角度加大对造假、欺骗行为的处罚。这当然不只是指提高对造假行为的刑罚力度，而且要按照“法律面前人人平等”的原则对造假者进行一致的法律制裁，这也涉及司法能否独立判案、媒体能否充分行使监督权力的制度问题，涉及官与商必须

分离的问题。如果这些问题不解决，造假风基本不会停止，而只会继续恶化。

“劣币驱赶良币”的股市激励造假

以前，当我们谈到信息浑浊、股东权益的司法保护不可靠、监管模糊只会使“劣币驱赶良币”时，那个结论显得太抽象。但是，在看到唐骏学历造假争论深入，而新华都股价照样上涨的时候，我的第一反应是：中国股市对造假麻木，甚至通过高股价的奖励让“劣币驱赶良币”。

当然，或许股市的逻辑是正确的、理性的，因为股市参与者或许知道中国社会对造假麻木，权力部门对造假者的处罚力度不够大，包括唐骏和禹晋永的言行照样被社会信任，他们推销的产品和服务被社会照买不误，况且如果上市公司真的有问题，相应的地方政府也不会袖手旁观的。于是，股市投资者没理由抛售问题公司的股票！如果真是如此，只能说明股市所代表的“劣币驱赶良币”机制是对更深层次的社会和制度问题的反应，说明整个社会是个“劣币驱赶良币”的场所。

但股市本身的机制设计的确也为造假者提供了方便。其一是单边市，即只能做多不能做空股票。也就是说，即使大多数股民没法明白真相，只要有少数股民和机构投资者能够看清唐骏等人的不诚信，只要他们可以做空新华都，那么，问题公司的股价或许还不至于上涨，这些公司的董事会还不至于无动于衷。但是，即使现在的融资融券把做空的门打开一点点，效果也非常有限。

其二是股东司法诉讼上的障碍，即中小投资者向上市公司索赔的前置条件是已有行政处罚。不过，虽然上市公司虚假陈述、内幕交易较频繁，但监管部门的行政处罚决定并不多。为了保住股市价位，为了“维稳”，监管部门可能选择对造假欺诈、内幕交易不作为。这等于保护了造假上市公司和造假人，使上市公司股价难以反映真实的投资价值。

其三，媒体对上市公司和其他造假对象做追踪调查时，时常受到对方的安全威胁和侵权诉讼威胁。结果，股市上的信息难以清晰和充分，使股票价格不是根据单个公司的好坏涨跌，而是跟着大盘同涨同跌。

根据笔者的计算，有些年的A股市场，在任何一周中，平均有超过90%的个股是同涨同跌。当信息浑浊、股东权益得不到保护、监管不到位的程度如此之高，使个股价格的同涨同跌程度超过90%时，这个股市

真的没法区分好坏，没法准确奖励诚信的好公司、处罚造假坏的公司！

中国社会结构和中国经济都变了，制度也得跟着改革。只要中国股市的做空机制、信息环境、股东权益保护制度不发生变化，只要权贵联盟在一起，只要整个社会的制度架构和文化观念不发生变化，明天还会是造假者风光，打假者提心吊胆。

---

[1] 原文发表于《时代周报》，2010年9月15日。有删改。

第16章

公司不举，则中国终不可以富，不可以强[1]

20世纪初，美国著名经济学家、哥伦比亚大学校长尼古拉斯·默里·巴特勒（Nicholas Murray Butler）教授这样总结公司制度的意义："股份有限责任公司是近代人类历史中一项最重要的发明；如果没有它，连蒸汽机、电力技术发明的重要性也得大打折扣。"其实，比他还早的中国晚清改良主义思想家薛福成，就在《论公司不举之病》中这样评论公司的重要性：

> 西洋诸国，开物成务，往往有萃千万人之力，而尚虞其薄且弱者，则合通国之力以为之。于是有鸠集公司之一法。官绅商民，各随贫富为买股多寡。利害相共，故人无异心，上下相维，故举无败事。由是纠众智以为智，众能以为能，众财以为财。其端始于工商，其究可赞造化。尽其能事，移山可也，填海可也，驱驾风电、制御水火，亦可也。有拓万里膏腴之壤，不藉国帑，藉公司者，英人初辟五印度是也；有通终古隔阂之途，不倚官力，倚公司者，法人创开苏彝士河是也。西洋诸国，所以横绝四海，莫之能御者，其不以此也哉？

薛福成在19世纪末期就认识到，西方之所以强大，在于它们有汇集大量资本、"集中力量办大事"、分散创业风险的方式，即公司。薛福成不仅对公司的力量给予形象而准确的描述，而且将公司的作用与国家的命运联系在一起。他说："公司不举，则工商之业无一能振；工商之业不振，则中国终不可以富，不可以强。"

现代公司相比传统企业的优势

既然股份有限公司的力量这么大，那么它力量的源泉在何处？

现代公司可以理解为：不同的利益主体依照契约关系，根据经济利益最大化的目标而自愿组成的金融共同体，或者说是众多契约关系的集合体，是基于非人格化法律的人造组织体。与传统的家族企业相比，现

代公司最为重要的特征在于其显性契约关系，以及由此衍生出来的法人治理结构。公司法人从自然人的属性中独立出来，形成了与自然人平等的独立人格，独立人格又呼唤出有限责任，其能力和生命力可以远超任何自然人。

从历史的角度看，早期公司的出现与海外贸易息息相关，而海外贸易的特殊经营模式和高风险性决定了投资人仅能承担有限责任，否则出资人无法出资。发展到近现代，任何公司都有投融资的内在要求，而有限责任是保证这一要求得以实现的有效途径。试想：如果出资人的责任是无限的，如果责任是一代代往下传的，有几个人还敢冒险投资、做外部被动出资人？独立的法人人格、有限的责任使得公司具有了旺盛的生命力，使其能在极为广泛的范围融资发展，比传统的家族企业更能有效地积累和创造财富。这就是公司的力量之源。

现代公司出现在工业革命之前的16、17世纪，但只有到工业革命前后才真正全面发展，并加速了工业革命的进程。两者之间是相互影响、相互依存的关系。可以说，我们今天熟悉的现代公司是工业革命的产物，如果没有工业革命带来的规模化生产、规模化商业，那么，现代公司所带来的广泛集资与广泛分摊风险的优势，可能像机关枪打蚂蚁一样得不偿失，用不上；而如果没有现代公司的融资与风险分摊优势，工业革命的进程又会大打折扣，说不定到现在还没有出现！

但处在工业革命时代之前的亚当·斯密在《国富论》中对股份公司尤其是证券交易表现出强烈的怀疑态度，原因在于其所处的特定历史背景。在斯密于18世纪写书期间，英国刚刚经历了1720年的南海股市泡沫危机（South Sea Bubble），公众自然将股份公司与泡沫经济相提并论，并且普遍产生了一定的抵触情绪。斯密生前没有想到，股份有限制度和资本市场给后来的美国乃至世界带来了长久的繁荣。19世纪的学者也出现这种认知上的局限，他们在那时也无法正确评价公司制度与相应资本市场的总体利弊，因为现代公司的生命力只有到了20世纪，特别是近30年，才完全展示出来。20世纪之前的先哲难以正确评价基于股份有限公司的资本市场，他们对资本主义社会的利弊评价也难以全面客观。

1929年美国股市泡沫到达顶峰后突然崩盘，公众开始质疑股灾的背后推手，像19世纪的学者那样怀疑资本市场的正面作用。国会也专门派人调查以J.P.摩根为代表的投行与券商。美国国会调查的结果虽然没有找出股灾责任承担者，但造就了1933年的《证券法》和1934年的《证券交易法》，由此形成了影响至今的证券监管法律体系。这一法律体系

中最为重要的制度安排就是强制要求上市公司进行信息披露。关于公司财务报表、上市交易等重大事项的披露保障了公众的知情权，也确保了上市公司的审慎经营。因此，正是大危机促使公众对上市公司进行重新审视，也带来了美国现代证券市场的长期稳定，奠定了计算机时代、互联网时代所要求的现代公司架构，尽管这是一个伴随着大量法律与文化冲突的痛苦过程。不过，需要强调的是，那两部法案是重新定义了公司制度、证券交易的规则，并不是让政府的手插进民间经济事务的决策之中，不是由政府去干预经济。制定和维护规则是政府该做的，但这不等于政府代替企业、代替民间私权利。

现代公司与传统企业的区别

现代公司之所以不同于传统企业，有两点需要特别说明。

第一，传统企业一般是无限责任的，而公司则是有限责任的。也就是说，即使公司经营失败，股东的损失最多不超过已经注入公司的资本或者股本。这一点至关重要，是现代公司制度的核心原则之一，因为这等于把公司和股东在人格上、财务上、责任上进行隔离，让公司的钱独立于股东个人的钱，让公司的责任独立于股东个人的责任，公司的生命也就独立于股东个人的生命。这种独立与隔离既保护了股东，让股东个人不至于受累于公司，也保护了公司，公司也因此不会受累于股东的债务和行为。

有限责任派生出在法律面前公司作为法人的身份，即公司跟自然人一样，享受法律的保护，既可以像自然人那样起诉其他法人或者自然人，也可以像自然人那样被诉。公司的这种独立的法律人格很重要，让公司可以有自己的章程和决策规则，按照自己的生命力无限地生存下去。相比之下，传统企业因为跟自然人捆绑在一起，没有独立的法律人格，其生命力往往是有限的，跟创始人的自然人生命连在一起，往往富不过三代。

而之所以在有限责任的隔离安排下，公司具有几乎无限的生命潜力，又在于它能独立聘用职业经理人，实现管理权与所有权分离，股东享有公司的财产权和收益权，但掌握公司经营权的可以是跟股东没有任何血缘关系的职业经理。这样，真正管理公司的人可以在很大范围去招聘，不一定非自己的子女不可，这就让公司更有可能找到最称职、最有能力的人来管理。因为股东自己的子女数量有限，虽然很靠得住，但能

力不一定高。

正是有限责任及上述派生出来的公司特点，使公司能更加广泛地进行社会融资，实现薛福成所讲的“官绅商民，各随贫富为买股多寡……上下相维，故举无败事。由是纠众智以为智，众能以为能，众财以为财”。试想，如果股东责任是无限的，除了可能赔掉全部股本外，自己家产和子孙后代也要为潜在的负债付出，有谁会愿意入股一个由没有血缘关系的人创办、管理的企业呢？经营权跟所有权怎么能分离呢？又有谁敢雇用一个没有血缘关系的职业经理人呢？所以，有限责任是在广大社会范围内融集资金、分摊风险，给公司以无限生命，让经营权能与所有权分离的关键。

第二个差别在于传统企业的股权一般不能自由买卖交易，而股份有限责任公司的股份却可以在公司之外的自然人或者法人之间进行交易转让。这种存在于公司之外的股份交易市场又衍生出其他方面的差别。其一是通过股票的市场交易定价，给掌握公司经营权的管理层进行决策评估。好的决策会受到投资者欢迎，股价上涨，坏的公司决策会立即受到市场的惩罚。市场对管理层的纪律作用就这样进行，市场交易就成了公司决策及其前景的晴雨表，在关键时刻会迫使管理层改变决策，纠正错误。相比之下，传统家族企业的股权因为没有被交易，也就没有被定价，即使管理者出现严重错误，也不见得有机制使其立即纠正。其二，股权一旦能交易转让，特别是能很快买卖转让，会反过来鼓励更多投资者提供资金，使公司的融资规模进一步上升、融资范围扩大，因为股东们不用担心资金会砸进去出不来。其三，股权有了经常性的定价之后，也产生出一种新的商业模式，即通过创业办公司，将公司培养长大后卖掉公司的股权。以创办公司、卖股权赚钱致富，这反过来鼓励社会的创业和创新，增添全社会的经济活力和创新活力。

现代公司到了传统中国为何“水土不服”

股份有限公司制度的优势自不用多说，可是，这一制度引入中国之后的经历又如何？继轮船招商局于1872年成立之后，“仿西国公司之例”成为一种新潮，形成了一股“公司热”，很快出现了仁和保险公司、开平煤矿、中国电报总局、上海机器织布局、平泉铜矿等十余家公司企业，以致到1882年酿成中国历史上的第一次股市泡沫及紧随而至的现代金融危机。

我们还是看看薛福成在《论公司不举之病》中的总结，他评论道：

> 中国地博物阜，迥异诸国。前此普通有无者，有徽商，有晋商，有秦商，皆以忠实为体，勤俭为用，亦颇能创树规模，相嬗不变者数世；而于积寡为多，化小为大之术尚阙焉。迩者中外通商，颇仿西洋纠股之法，其经理获效者，则有轮船招商局，有水陆电报局，有开平煤矿局，有漠河金矿局。然较外洋公司之大者，不过什百之一耳。气不厚，势不雄，力不坚，未由转移全局。曩者沪上群商，亦尝汲汲以公司为徽志矣，贸然相招，孤注一掷，应手立败，甚且乾没人财，为饮博声妓之资，暨本计于不顾，使天下之有余财者，相率以公司为畏途。非但西洋绝大公司，终无可冀幸之一日，即向所谓招商、电报、开矿三四局者，亦遂画于前基，难再蕲恢张之策。如此而望不受制于人，其可得乎？夫外洋公司所以无不举者，众志齐，章程密，禁约严，筹划精也。中国公司所以无一举者，众志漓，章程舛，禁约弛，筹划疏也。四者俱不如人，由于风气之不开，风气不开，由于朝廷上精神之不注。西洋旧俗，各视此为立国命脉，有鼓舞之权，有推行之术，有整顿之方，明效应之，捷于影响。

薛福成跟同时期的知识分子一样，固然对公司制度在西方实际运作中的表现言过其实，因为即使到今天也并非没有西方公司出现欺诈、骗人的，否则就不会有金融危机了。到薛福成、郑观应、李鸿章、张之洞时期，只有美国经济才是由股份有限公司唱主角，而在西欧大陆国家虽然也有一些股份有限责任公司，但它们并非经济的主流，尽管后来的20世纪西方经济离不开这种商业组织形式。

但是，薛福成的论述谈到了一个核心问题，就是股份有限公司在中国的“水土不服”。为什么会水土不服？这当然有深层的制度原因。

第一，前面讲到，股份有限公司的核心特点是“有限责任”，而是否能够真正保证“有限责任”，不只是一个书面规定就能实现的制度安排，还得看相配的司法是否到位。正因为中国历史上的第一部《公司律》是1904年的事情，当初的轮船招商局、上海机器织布局等所谓的现代股份有限公司，实际上是没有法律支持的空中楼阁。甚至到今天的中国，“有限责任”并不是一个可以自然假定能享受到的制度保障。

第二，跟股份有限公司制度相配的是方方面面处理契约诚信和“委托—代理”关系的法律架构。这里涉及几方面的契约关系：一是不同股东之

间的约定，二是股东与职业经理人之间的“委托—代理”约定，三是公司跟其交易客户之间的约定。为了协调这些不同的契约关系、“委托—代理”关系，就必须有相配的民法、合同法、商法执行架构。如果没有这些，所有那些关于有限责任、管理权与所有权分离的约定都是没有意义、没有真实内容的。而支持这些交易契约关系的法治架构又恰恰是传统中国所不具备的。所以，股份有限公司在中国的“水土不服”是必然的结果。

重血缘关系的文化传统对公司发展的制约

为什么中国没有支持股份有限公司的法治架构呢？在文化层面上，这是由于中国人重视血缘关系但轻视超越血缘网络的诚信架构建设。

虽然中国文化经常涉及社会广泛诚信的议题，但由于中国人对血缘体系的过多偏重，使超越血缘、支持陌生人之间信用交易的制度架构没有机会发展。等到现代公司制度于19世纪被引入中国时，中国还没有一套支持陌生人之间交易的法治架构。

人类自古以来就有人与人之间跨越时间、空间进行价值交易的需要，即金融交易的需要。特别是在远古时期，由于生产能力低下，一个人过了今天难以保证明天还能吃饱穿暖，所以，是人就有跟别人进行跨时空交易的需要。今天我收入多会给你一些，但今后你收入多、我收入少时，你要给我以回报。这种金融交易可以通过非正式契约实现，也可通过正式金融合同、证券来实现，股权交易就是一种跨时空的证券交易。既然自古就有这种生存需要，那为什么西方发展出了正式、外部化的金融证券市场，而中国却没有呢？

我们可从交易安全、保证金融交易信用的制度架构角度来理解。虽然人与人之间有进行跨时空价值交易的需要，但是，如果没有一种保证契约执行的基础安排，人们会因为担心对方未来失信、违约而选择不参加交易。当然，今天我们熟悉现代法治和宪政，知道这些是保证契约权益的制度架构，但这些都是近现代在西方发展起来的东西，在远古没有。在两三千年前，不同社会找到了不同的强化交易信用的解决方案，这些不同的解决方案也给后来的金融发展带来了不同的结果。

在中国，传统的解决方案是基于“三纲五常”的名分等级秩序及相配的文化价值体系，其基础社会单位是基于血缘关系的家庭、家族。也就

是说，秩序的“硬性”基础是自然的血缘关系和家庭，“软性”基础是“三纲五常”价值体系。通过把两者结合在一起，中国文化的宗旨是使家庭、家族成员间的金融交易或者说经济互助有坚实的信用基础，将任何成员的违约风险、“不孝”风险降到最低。通过强化后代重视家庭宗族的文化教育，使家庭、家族成为大家都能信得过的金融、物质与情感交易中心。

用英国经济学家罗纳德·科斯的交易成本理论来说，在外部市场还不存在或不发达的境况下，跟陌生人或没有血缘关系的人做交易，交易成本会太高，“失信”会太频繁。而如果在家族成员间做交易，违约风险小，交易成本自然低。实际上，在外部交易环境不发达、外部交易成本太高的传统社会里，家庭子女越多、家族成员越众，家族内部交易所能达到的资源共享和风险分摊效果就会越好，该族壮大下去的概率会越高。这就是为什么在传统中国家家都喜欢多生子，都喜欢成为人丁兴旺的家族，而且最好是四世同堂、五世同堂。在企业层面，差不多只有家族企业，极少有超越血缘合伙而成的非家族企业。血浓于水，血缘等于诚信。

在农业社会生产能力的局限下，中国人的确能在经济交易和感情交流方面依赖家庭、家族。在那种境况下，以名分定义的等级制度虽然阉割人的个性自由和个人权利，但的确能简化交易结构，降低交易成本。中国宗法体系让以农为主的中国社会存续了2000多年，它最适合农业社会。

但问题也出于此，因为当家庭、家族几乎是每个人唯一能依赖的经济互助、感情交易场所的时候，会让人们相信只有亲情、血缘关系才可靠，只跟有血缘关系的人做跨时空交易，即使创办企业也只在家族内集资。我们说很多中国人只认血缘亲情、排斥“家”之外的经济交易，其社会哲学的一种表现是：一般的“商人”跟自己不会有血缘关系，怎么可以相信他？既然对没有血缘关系的商人都不信任，不能跟他们做交换，这本身又逼着人们越发靠“家”了，抑商反过来又强化了个人对“家”的依赖，没有别的路可走。

重血缘，不信任陌生人的中国社会必然会有两种后果：第一，相对于家族而言的外部市场难以有发展的机会。市场的特点之一是交易的非人格化，是跟陌生人的交易，是只讲价格、质量的好坏，而不必认亲情。因此，“家”之内的经济交易功能太强之后，外部市场就会失去发展的机会，此消彼长。第二，由于陌生人间的市场交易、利益交换机会有限，在这样的社会里，就没机会摸索发展出一套解决商业纠纷、执行并

保护契约权益的外部制度架构，合同法、商法及相关司法架构就没有生长的土壤，没有机会发展。中国历朝历代法典侧重刑法和行政，轻商法和民法，把商事、民事留给民间特别是家族、宗族自己去处理。当利益交易和民事范围主要以家族、宗族为界线时，生计与其他民事与其说是社会问题，还不如说是家庭、家族内的问题，所以中国历来有详细的家法、宗法，而缺少国家层面的民法内容。

但是，超越家法、宗法，不认人情的法律体系，偏偏又是现代股份有限公司制度所需要的。无论是前面讲到的“有限责任”，还是方方面面的“委托—代理”契约，其特点是超越血缘、超越亲情的非人格化契约交易，没有与之相配的法律制度的保障，这些交易内容就没有意义。所以，过分地依赖“家”实现经济交易、感情交易的后果是人们很难相信血缘之外的关系，市场和商法、民法就没有机会发展。于是，就有了薛福成描述的股份有限公司在中国的“水土不服”。

中国企业的公司化及现代化

1930年有一位日本经济学家曾经说，中国没有公司，只有工厂。笔者以前说过，中国有财富，但即使到20世纪80年代也没有多少资本。到今天，中国的情况已经发生了改变，许多财富已被资本化，资本供给旺盛，股份有限公司有近千万家，注册一个股份有限公司已经不会是新闻，也不容易引起他人的注意。但是，就在130多年前的1872年11月，轮船招商局在上海成立时，作为第一家华商现代公司，那可是一件历史性事件。那件事除了标志着“中国人从此有了自己的蒸汽轮船了”，更重要的价值是它开启了中国企业组织或者说商业组织现代化的历程，开启了资本化的进程。这一历程是中国经济崛起、工业技术现代化的基础，也是中国现代化进程的晴雨表。

改革开放30多年来，中国企业的公司化、股份化进程取得了很大成就。譬如，四大国有银行上市，意义深远。因为经营业绩的依法披露，使得出资人、经营者都受到相应的约束，最终提升了银行和市场的效率。

但国有企业改革还任重道远。国有企业改革最为核心的问题在于国家从经营领域退出，在于还产于民。为什么国家必须从拥有企业、拥有财产、经营企业的角色中退出来？因为国家对企业的所有者身份和市场经营活动两者存在巨大的矛盾：国家可以改变法律，也可以使用暴力。

这种特殊身份决定了国家不应介入市场、不宜经商，也就是传统的“官不与民争利”的说法。从这一点来看，中国的国企改革还应该进一步深化。当然，关键问题还是在于民营经济的发展，实现发展方式的转变，才能启动国内市场，才能提升经济效率，也才能最终建设成基于法治的市场经济。

中国经济的自由度和创业自由度依然有提升空间。现在在中国，银行、电信、石油、能源等行业，民企还是很难进入，民营企业家没有办法进入这些行业发挥他们的聪明才智。尽管现在有一点变化，但是这种变化并没有改变主旋律。

有一些学者认为，只要是市场经济，就不存在国企、民企、私人企业的差别，因为整个经济只要是按照市场的供求关系、按照价格来决定资源配置，国企可以竞争，民企可以竞争，私人也可以竞争。但实际情况是这样的吗？如果你是国企，你背后的股东是可以重新立法，解释法律、改变游戏规则，并解释游戏规则、执行游戏规则的国家和政府，那么你进入任何一个行业，你的地位就可能优于其他企业。如果是民企，你就不太可能享受同样的权利。

中国企业组织或者说商业组织的现代化最终离不开体制的改革，没有体制改革就难有真正的法治，而没有真正的法治，就难有真正的现代股份有限公司，因为在这样的情况下支撑现代公司的契约集合体只能是空中楼阁。

---

[1] 原文发表于《经济观察报》，2010年9月24日。有改动。

第17章

强化股票的“股性”，弱化其“债性”[1]

股票投资是投公司发展、投事业增长和财富增值，而银行存款、债权投资投的主要是资金保值。这是股市区别于传统固定收益金融的关键本质。也就是说，当你决定投资股市时，你投的是未来，是对公司未来增长前景的投资，否则就不应该进入股市，而应该留在银行储蓄账户，或投资一些固定收益债权。股市要吸引的是追求增长的资本，股市资本寻找的是发展的事业。股市的这一本质，是选择参与股市的投资者不该忘记的，更是监管者出台监管政策前必须牢记的。要不然，如果监管者按照银行、债券的思路去管股市，把股市管成了银行、管成了债券，那么，这不仅会造成股市形似神非，而且会削弱股市对于整个经济和社会发展的意义。

从理论上讲，证券市场监管的精神就是如此。但现实中，一些监管政策却还是在努力压低股票的“股性”而增加其“债性”，弱化股市融资的“发展资本”“增长资本”属性。最典型的例子是强制分红政策。上市公司当然最终应该分红，但不是由监管部门强制分红，更不是不考虑公司发展机会而要求所有盈利公司都分红。发达资本市场里成熟的上市公司最后都会分红很多，但那是公司和市场良性发展的结果，“分红很多”不是发展的手段，而是结果。就好像“城镇化”是经济发展的结果，但不能把城镇化变为经济增长的手段，不能说“因为发达国家的城镇化都很高，为了赶上发达国家，我们要不惜代价自上而下地推动城镇化”。如果盈利增长前景不好，公司治理差，单靠强制分红是分不出高质量公司的。

偏离保护投资者初衷的强制分红

从2003年开始，证监会将上市公司的再融资行为跟分红政策“挂钩”，要求在公司再融资之前三年里必须年年分红，否则没资格进行增发融资。对于这个政策，笔者始终不能明白：既然公司有钱分红，为什么还要同时花高成本去再融资？这样做的结果对哪方都不利，股东们收到红利要立即缴税，而公司为了发展又不得不再融资，不管是通过发债还是通过增发股票，再融资困难重重且旷日持久。比如，上市银行如果要

增发融资，首先要董事会通过决议，再召开股东大会进行投票表决，之后要报银监会审批，银监会审批同意之后再报证监会。虽然银监会出于对银行资本充足率的要求，往往会支持银行融资，审批速度相对较快，两三个月就能够批复，但是证监会在接到银行的融资申请后，会根据股市是否低迷、融资规模大小、同期进行融资的公司多少等方面综合考虑，审批进展会很慢。一次再融资的全过程往往要花两年时间。以招商银行一次配股为例，方案先在2011年7月18日董事会通过，再在2011年9月9日召开的临时股东大会审议通过，之后的银监会、证监会审批过程漫长，到2013年7月22日A股配股申请才获得证监会核准，9月9日完成了配股，距离股东大会通过整整两年。民生银行2011年开始的可转债融资申请经历，也大致如此漫长。当然，它们还算是申请成功的，不成功的例子就不用说了。

不仅再融资的机会难以得到，而且成本很高。除了支付投行2%～3%的发行费用之外，如果是定向增发股票，通常还有10%的折价。特别是碰到股市低迷时期，股权融资和转债融资都很难获得很高的发行价格。

在这样的情况下，为什么不让公司选择少分红，把更多利润留下来发展呢？国企分红少，那是国资委该管的事情，证券监管部门不能因为希望国企多分红而迫使所有上市公司奉陪。如果一家公司的发展机会不好或不多，那它当然应该多分红，且不应该再融资，但至少不要通过政策强制每个公司都一边分红一边花高成本再融资。对于任何公司来说，成本最低的发展资本是自己的利润，这也是为什么美国和其他国家的公司资本大部分都来自利润留成。从这个意义上讲，监管部门应该做的恰恰是不让分红很多的公司再融资，而不是只有分红很多的上市公司才能再融资！

这么多年来，一个流行的说法是：为了“保护中小投资者”，为了堵住“圈钱”，必须强制上市公司多分红；认为分红越多，就越是保护了中小投资者。从表面上看，这个说法好像有道理，因为在上市公司将流通股高价卖给小投资者后，如果公司通过红利返还一部分钱给投资者，那不就减少了圈钱的程度吗？可是，实际效果正好相反，特别是在非流通大股东还不能通过股市出售股票来变现自己的利益的时候，分红是他们唯一合法的具体实现“圈钱”的手段，而流通股东即中小股东除了分红外还可通过出售股权变现。因此，强制分红等于帮了大股东，相对牺牲了中小股东的利益。政策的结果与初衷恰恰相反！

这个政策持续至今，多数上市公司确实在被迫现金分红，使中国股市上只有债性很强的“优先股”而没有真正的“普通股”，但股市状况却没有根本改观。从2007年10月上证指数达到顶峰到今天，虽然中国GDP年年高速增长，可是上证指数却跌去了2/3！于是，人们就去找股市难以改良的原因，并寻求解救办法。其结果，不是去大量削减政府干预，尤其是地方政府对上市公司的行政干预，不是去解除管制并鼓励公司间并购重组、鼓励敌意收购，不是给投资者真实的证券诉讼权利，而是继续在分红政策上打主意，认为上市公司质量不高、股市投资没有吸引力，是因为分红太少！

2013年11月30日，证监会发布了《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》，将强制分红政策进一步细化，其中第五条规定：“公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%；公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到40%；公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到20%。”已经分红并符合这些最低分红要求的公司才能增发股票再融资，再融资仍然跟分红挂钩。与之前的强制分红政策相比，新版政策给成长性公司多了一些自主的分红选择空间，上市公司会有办法编造理由让自己的情况属于“成长期且有重大资金支出”这一类，从而减少实际分红比例。但这些政策还是跟以前一样，把股权像债权一样要求，使“普通股”继续像“优先股”，助长了短期回报，牺牲了长期发展。

投资股票的最终目的当然是未来分红或通过高价退出，所以，分红是必须的，但问题是什么时候应该分红。大家熟悉的微软于1986年上市，但一直到2003年都没有分红一分钱，但是这也没妨碍微软成为一家伟大的公司，没妨碍其中小股东的权益不断增长！试想：如果微软从一开始就被强制分红，其增长路径会和现在一样还是不一样？会更加顺畅还是会增加不少没必要的烦恼和坎坷？

如果要分红，分红决策应该由公司决定，还是由监管部门来强制规定？再进一步看，为什么已经有资金进行大量分红的公司才可以再增发融资？这些问题都需要进行理性分析，否则，不仅监管政策会违背资本市场的本质，而且也偏离十八届三中全会“让市场在资源配置中起决定性作用”的决定精神。在分红政策上，行政之手不能代替上市公司来做决策。

明清企业的“强制性官利”政策

目前流行的“分红文化”其实有很久的历史，强制性分红往往是当时的技术和制度环境所迫。之前，一般把强制性红利的部分叫“官利”，这部分是不管经营状况如何都必须分的；而根据盈亏状况灵活决定的红利部分叫“余利”，这部分可能有也可能没有，并且不同股东的余利与其股本之比也可能不同。

至少早在明朝留下的一些账簿记载中就能看到那时流行的分红方式。王裕明先生在其《明代商业经营中的官利制》（载于《中国经济史研究》2010年第3期）一文中谈道：“官利，明代称正利。官利一词的出现不迟于清雍正年间，官利制的出现不迟于明中叶，万历年间已相当普遍。”官利或正利都是因所有权和经营权出现分离后才演变推出的，其中最重要的一点是有的股东不参与日常经营，但通过投入自己的资本分担合伙企业的风险，使掌握经营权的人和拥有企业产权的人不再完全相同。所以，分红制度是因“委托—代理”关系的出现而产生的，也可以看作解决“委托—代理”问题的一种机制安排。

明代采用官利制的有普通合伙股份企业。比如，王裕明先生从《万历程氏染店查算账簿》（收录于《徽州千年契约文书·宋元明编》卷八）考证，程氏染店由程本修和吴元吉两人于万历十九年（1591）五月初一合伙开设，其后程观如、程遵与、吴以超和吴彦升等程、吴两姓数人陆续加入。该染店实为程、吴两姓合伙经营，股东数也不少。股东间的利润分配结构分为正利和余利。比如万历二十八年（1600）利润较好，各合伙人都得到16%的正利且皆相同，“对于余利，也是所有合伙人都有，不过其余利率并不等同，程本修等四人为14.56%，而吴元吉为66.1%，程邦显为19.33%”。

官利制也可能因诸子分家拆产而推出。最为典型的是王裕明先生从《天启渭南朱世荣分家簿》查到的案例。该分家书为崇祯二年（1629）渭南湖村朱世荣所立，朱世荣当时68岁，将家产分给四子，且约定：“所积本银作五股分扒，以四股分与四子，各得一股，寄店生息，每年作一分二厘算利（正利），其客身许各人支用，其余本利一概不许动支，蓄积各股名下，倘有正务动支，则写各人支账无词。”也就是说，崇祯二年朱世荣的家产分拆采取分产不分业的方式，使分家后原有的商业经营以合伙企业的形式继续，但产权和利润在诸子中均分。再就是各股享有每年12%的正利（不论经营效益如何，都按此比率计利），除此之

外如果还有余利，则也分记各股名下。

当然，明朝时期的合伙企业采用强制红利，有它的合理性。首先，企业股权不能随便转让买卖流通，因此在相当长时间内，股东们一方面不知道股权本身是否升值，另一方面即使感觉升值了，也不能把升值变现，所以，分红是唯一感受到股权好处的手段。其次，在经营权跟产权分离开之后，拥有股权但不参加经营管理的合伙人在信息上和影响力上处于劣势。特别是那时候财务报表制度还没有规范，在技术上财务信息的汇集与传递都困难重重，使产权方和经营方的信息不对称非常严重。为了安慰资本方，减少他们的忧虑和补偿他们所面对的不确定性，强制性红利即官利是一种可以接受的折中方式，通过发正利让他们在短期内感到投有所值。最后，强制性分红能减少经营方掏空公司的机会，公司利润分红越多，内部人就越没有资产可掏空了。

那时虽然出于缓和“委托—代理”问题而安排官利制，但他们未必会把再融资跟先分红挂钩，至少官方没有推出这种强制政策。因为万历年间的程、吴两姓会看重程氏染店的发展前景，他们是不会让族外人入股的，即所谓的“肥水不流外人田”。同理，崇祯年间的朱氏也不会答应让外氏入股。因此，如果他们必须在“放弃分红”和“接受外姓作为股东”间做选择，他们会选择放弃分红，不会通过再融资来保证分红的！

到了19世纪后期晚清洋务运动时期，郑观应、薛福成、李鸿章、张之洞等在鼓励引进西方技术的同时，也推动企业制度即股份有限责任公司及股票交易市场在中国的发展。如前文所引，薛福成在《论公司不举之病》中评论道：“西洋诸国，开物成务，往往有萃千万人之力，而尚虞其薄且弱者，则合通国之力以为之。于是有鸠集公司之一法……西洋诸国，所以横绝四海，莫之能御者，其不以此也哉？”可见，薛福成已经认识到，西方之所以强大，在于它们有广集资本、“集中力量办大事”、分散创业风险的方式，即股权能交易的公司和股票市场。他说：“公司不举，则工商之业无一能振；工商之业不振，则中国终不可以富，不可以强。”

问题是公司可以举，股权也可以在千万“官绅商民”之间发售，但怎样才能使众多投资者放心把资本投放出去，实现“官绅商民，各随贫富为买股多寡”呢？他们还是采用了强制性的“官利”。中国人创办的第一家现代股份制公司轮船招商局沿用了官利制。1872年成立时设定的轮船招商局条规第三条规定：“每股官利，定以按年一分起息，逢闰不计，年终凭单按数支取，不准徇情预计。”次年，章程略有修改：“除提出一成作为

利银外，如有盈余，以八成作为溢利分给股东，二成作为花红分给商总董事等人。”这里“利银”指的是官利，“溢利”为余利，“花红”为奖金。所以，轮船招商局每年付给股东10%的官利。朱荫贵先生在《引进与变革：近代中国企业“官利”制度分析》（载于《近代史研究》2001年第4期）中指出，19世纪七八十年代官利一般每年10%，清末降到8%，20世纪二三十年代降到6%，而且都是只要股东交付股金，无论公司是否开工、是否有收入，官利随即计算并按期支付。

那么，跟明代相比，晚清推出股份公司时继续强制性官利传统是否合理呢？跟万历程氏染店的股份比，晚清公司的股票明显有三方面不同：首先，股东人数大大增加，而且股东之间在地理位置和生疏程度方面都差别很大，其中官股占比很高，因此，股东跟经营团队之间的距离及信息不对称程度、“委托—代理”关系，都更加严重，使“官利”更有必要；其次，晚清股票尽管交易量即流通性跟今天的股票不能相比，但毕竟有股票交易市场，所以，与万历程氏染店的股份相比，晚清、民国的股票可以通过买卖变现其所承载的利益和利益增值，分红不是唯一的途径，这会减少强制分红的必要性；最后，在晚清“官督商办”体系下，政府对股份有限公司有隐性担保，对公司的治理有不少监督（包括正在兴起的媒体监督），加上当时引进的公司章程和公司治理结构，这使晚清股票比明朝合伙企业相对更规范，这也减少了强制性“官利”的必要性。

按照奥利弗·哈特（Oliver Hart）与桑福德·格罗斯曼（Sanford Grossmann）等经济学家在20世纪八九十年代发展起来的最优契约和最佳证券设计理论看，当投资者与公司管理层之间的信息不对称、不信任达到太高水平时，公司的最优融资结构应该以固定收益债券和银行贷款为主，股票融资占比应该偏低。换言之，如果投资者的信息地位相对于公司内部人差得太多，如果投资者根本无法知道或检查公司到底在干什么，任何时候都无法判断公司到底做得好不好，那么，公司发行的股票是很少有人买的；而如果融资发行的是债券或者其他固定收益契约，比如保证10%年利息，那么，投资者不需要具体知道公司到底赚了多少利润，只要公司能支付10%年息并还本，投资者就满足了。这就是为什么在信息不对称非常严重、互信程度低的环境里，固定收益证券比股票等收益不确定的证券更受投资者欢迎，固定收益证券能帮助缓和“委托—代理”问题带来的障碍。

从这个意义上讲，在晚清、民国时期，公司发行的股票含有强制性官利，是有道理的。官利率越高，官利的强制性越大，那么，“股票”的

债性就越高，“股票”就越像债券和银行的固定收益产品。这也是为什么我在前面说到，如果监管政策过多强调分红甚至强制分红，那么，就越会把“股市”管成债券、存款，削弱股市对创新发展、对增长的资本贡献。

通过强制分红弱化股票的“股性”、强化其“债性”，经常迫使公司“以股本给官利”或“借本以给官利”，这必然增加公司今后发展的负担，迫使公司更追求短期利益。当年张謇创办的南通大生集团，也受累于官利制，使大生企业不能有更充实的资本积累，导致后来快速衰落。

虽然19世纪70年代之后，那些现代股份公司的股票可以买卖交易变现，但其交易量毕竟有限，交易成本也太高，再加上那时的股市乱象经常使股价脱离基本面，对投资者权益的保护也远远不可靠。因此，股份变成股票后带来的流通性好处有限，不至于高到完全可以抵消“官利”的必要性。所以，总体而言，强制性官利制在中国早期公司制度发展史上有其合理性。

上市公司减少分红的国际趋势

在其他国家，虽然名称和说法有些不同，过去的公司都曾强调分红，甚至也有类似官利的强制性分红传统。比如，巴西、智利、委内瑞拉、哥伦比亚、土耳其、希腊和德国在不同时期都推出过强制性分红法律，但这些国家在最近20年里也相继放松了刚性分红政策。到今天，随着信息技术和法治环境的改善，情况已经发生了变化，全球资本市场的总体趋势一方面是把分红决策权还给公司管理层和董事会，另一方面在淡化短期分红的必要性，分红公司占比越来越低。

我们先看看美国的情况。据2013年诺贝尔奖得主芝加哥大学经济学家尤金·法玛（Eugene Fama）和他的合作者肯尼思·弗伦奇（Kenneth French）教授的研究，早期美国上市公司普遍分红，1950年时超过90%的上市公司给股东发红利；1978年时分红的公司占2/3（66%多一点）；可是，到1999年只有1/5（占20.8%）的公司分红；今天的情况还是如此，分红的公司只有极少数。由此看到，前面谈到的微软多年不分一分钱红利、谷歌2004年上市至今没分过一分钱利润，这样的公司不是例外，而是日益广泛的普遍现象。

美国是否是特例呢？不是！在1985年，99%的英国上市公司都分

红，到2000年近2/3（64%）的公司还分红，到2006年分红的公司只占43%，成为少数。澳大利亚、加拿大等普通法系国家（前英属殖民地国家）在1985年时，90%左右的上市公司分红，到2006年分红的公司不到1/3。1985年时，智利、芬兰、挪威、意大利、瑞典、土耳其等国家的每家上市公司都分红，可是，2006年时这些国家分别只有40%~60%的上市公司分红。亚洲国家的情况也大致如此，韩国、日本、印度、马来西亚、泰国等国家分红的上市公司占比，近30年也都在下降。

如果把全球范围内的所有上市公司加在一起，那么，1985年时分红的公司大约占87%（分红占利润的平均比例为38%），而到2006年，全球1.7万余家上市公司，其中分红的只占53%（平均分红比例为34%），一半多一点。[2]如果把美国上市公司排斥在外，那么，总体情况是，1985年全球95%的上市公司分红，而到了2006年只有59%的公司分红。因此，把各国放在一起看，过去二十几年里，不仅分红公司占比越来越少，而且分红公司的分红比例也在减少，现金分红不再像以前那么重要，公司增长发展更被投资者看重。

尤其值得一提的是，对分红有刚性法律或法规要求的国家，比如巴西、智利、哥伦比亚、土耳其、希腊和德国，其上市公司利润的实际分红率还远低于没有强制分红政策的美国、英国、澳大利亚、加拿大的上市公司的分红率。许多研究也表明，反倒是政府不怎么干预上市公司分红等微观行为的普通法系国家，其公司的平均分红率越高（2006年为43%）；而恰恰是政府喜欢什么都管的大陆法系国家，公司在强制分红的压力下更会花力气、想办法逃避分红（2006年分红率平均为36%）。在管制文化比较少、公司相对自由的社会里，公司更会把精力放在正业上，而在政府管制太多的社会里，公司的主要精力没法放在正业上，心思多花在规避制度约束上。

为什么全球范围内股市投资者对分红的要求越来越低呢？当然不是因为他们愚蠢！原因很多，其中以下几个最突出。

第一，越来越多的高科技、高成长、不盈利的小公司也能上市。在1953年美国证券交易所（American Stock Exchange）创建之前，尤其是1971年纳斯达克股票交易所成立之前，基本上只有成熟并盈利丰厚的公司才能上市交易。比如，即使到1978年，纽约证券交易所近90%的公司也年年分红。可是，如果在证交所上市的条件非常苛刻，只有成熟的大公司才能上市，那么，股市只是“精英俱乐部”，就偏离了“创业资本、成长资本、发展资本”的本质，不能催化创业、创新，也更不是普惠。在

纳斯达克出现后，情况就发生了根本性变化，盈利与否不是决定上市的因素，分红与否更不是先决条件。只要你有非常出色的商业模式或技术，能带给投资者长久增长的预期，那么，你的公司就能在纳斯达克上市，就能得到发展所需的大量资本！1980年时，54%的纳斯达克上市公司分红，到2000年则只有不到1/10的纳斯达克上市公司分红，微软、思科、英特尔等都在不分红之列。在纳斯达克市场出现之前，基本上只有盈利的公司才能在美国IPO（首次公开募股）上市。从20世纪八九十年代直到最近，在美国新上市的公司中只有不到一半是盈利的。

正是不盈利、不分红也能上市，让美国股市找回到其本质，使选择股市跟选择银行、债券呈现出鲜明的区别：股市给你的是高风险、高回报的财富增长前景，你如果更喜欢低风险的固定收益，就去银行、债市或别的地方。也正是纳斯达克刺激了美国创业精神，带动了美国高科技突飞猛进。这些经历影响了其他国家，迫使它们也放松盈利要求，放松分红要求，让各自的股票市场回归本质，使股市向普惠迈进。

第二，规模达到一定水平的全球上市公司的数量在快速上升，1985年时不到2000家，到2006年有1.7万余家，使得上市公司的平均规模在缩小。1985年时上市公司平均资产为3.94亿美元，而到2006年下降到1.1亿美元。一般而言，公司越大、越成熟，盈利会越高而且利润越稳定，因此分红会比较多。所以，当上市的公司规模越来越往小的方向转变时，能够分红的公司所占比重自然会越来越低。

第三，即使考虑到公司规模、成熟度、行业等因素，二战后上市公司的分红倾向还是在明显下降，而且各国大致都如此。这也是许多学者的研究共识。之所以如此，一是信息技术进步很大，特别是有了计算机系统和互联网之后，投资者获取信息的手段、成本和速度发生了革命性变化，大大降低了投资者与公司内部人之间的信息不对称；二是过去30多年里，各国的证券监管部门推出了严格的上市公司信息披露制度和公司治理规则，对信息披露的内容和频率都有具体规定，对内幕交易和关联交易有了具体的规则和独立监督机制，使股市交易对多方的公平程度有了提升，对中小投资者的保护在提升；三是各国的媒体报道也对上市公司发挥越来越多、越来越细的监督作用。这些变化加在一起，增加了投资者对上市公司的信任，大大减少了红利作为规避信息不对称和“委托—代理”问题的价值，让股票不需要保留那么多“债性”，而是更多地回归“股性”，不必无条件地分红。

第四，法玛和弗伦奇教授的研究发现，早在20世纪六七十年代就很

明显的一个现象是，不分红的上市公司在新技术研发（R&D）方面的投入远高于分红公司的投入。在1978—1982年，不分红的美国上市公司每年的技术研发开支是总资产的3.15%，而分红公司只投入总资产的1.62%做研发；1993—1998年，不分红的公司投入4.07%做研发，而分红的公司只投入2.09%。这表明减少分红能让上市公司花更多资本去进行研发，为未来的发展做铺垫，进而推动股价上涨。不分红但增加研发投入的公司，其股票的市盈率和市净率一般都要高于多分红的公司。

第五，由于现金分红会迫使投资者立即多缴所得税，越来越多的上市公司选择了股票回购，通过股票回购使股价上升，以资本升值代替现金分红来回报股东。对很多投资者来说，这是更优的回报股东的方式，税负少，也节省交易成本。美国、西欧、日本、拉美及其他亚洲公司，现在都更倾向于以股票回购回报投资者。

或许，过去几十年的快速全球化及信息技术革命、互联网革命，带来了全球经济的巨大发展，在这期间许多上市公司都选择少分红、多利润留成，并为发展做大量投资，于是，就有了我们前面谈到的全球“少分红”大趋势。如果这一轮全球化大发展带来的机会是未来不可重复的话，那么，今后也许会出现趋势逆转，重新多分红。我们姑且不去对未来的增长机会做预测——因为在历史上，每次大发展后总会有人预测说今后不可能再发展了，可是，结果每次预测都错了——但有一点是肯定的，100年甚至几十年前，美国和欧洲的投资者跟中国的投资者一样，也需要每年得到一点红利心里才踏实，才相信自己投资的公司是实实在在的！可是，过去几十年的信息技术革命、股市监管政策和证券法治发展，已经大大降低了投资者和公司内部人之间的信息不对称，缓和了“委托—代理”问题，使得红利不再是最核心的增加投资者信心的手段，股票因而从原来过多的“债性”中解放出来，获得本来就该有的更完整的“股性”，使股权资本成为更真实的“增长资本”。

让再融资资格与分红“脱钩”

从这里谈到的中外历史演变看，“官利”和其背后的逻辑已经相当过时了。迫使中国上市公司硬性分红，而且把能否增发股票再融资也跟最近几年是否分红挂钩，这不仅违背了十八届三中全会“让市场在资源配置中起决定性作用”的决定，也迫使上市公司劳民伤财：既然要花高成本再融资，何必把手头的利润分出去呢？表面看这好像对中小股东有好处，

保护了他们，其实不然。一方面，这让他们马上就要缴红利税；另一方面，牺牲了他们作为公司股东的利益，让他们的股权价值受到的稀释超过了红利带来的表面好处。除了给政府缴税，这对投资者和公司都没有好处。

本来，如果分红政策完全由公司管理层和董事会自主决定，那么，一家公司红利的多和少、增和减对股市投资者而言是非常重要的信号，可以帮助投资者判断内部人对公司前景的看法。因为一般而言，如果公司管理层对未来前景看淡或者认为未来的利润增长不确定性很高，公司不会决定增加分红的，而更会倾向于增加利润留成，为公司“过冬”做准备；如果公司高管对未来充满信心，他们就可能增加分红，等等。在公司能自主决定红利政策的背景下，红利的水平是公司跟市场沟通信息的重要桥梁，有助于降低信息不对称水平。可是，一旦红利政策是监管部门强加的，红利的信号作用就被迫消失，这必然阻碍股市质量的提升。

笔者当然不是说上市公司永远不需要分红，而是主张把是否分红、分红多少及是否增发股票再融资、增发多少等决策，留给上市公司管理层与董事会，留给市场，而不是由监管部门一刀切地硬性规定。发展机会多的公司即使盈利极丰厚，也未必要分红，不分红也应该可以再融资，而发展机会少的公司即使利润不多，也应该大量分红，而且不能再增发股票融资，但这些都必须留给公司去决定。

中国上市公司的治理问题严重，信息披露不足，即使披露出来的信息也存在失真，大股东掏空上市公司的现象也很严重，而股民的风险定价、增长前景定价等等能力又非常有限，所以，从股票发行到上市后的运作和交易，再到并购重组，各个环节都把证监会忙得焦头烂额。特别是，自2007年股市达到高位到现在，上证指数下跌了2/3，许多个股跌得更多，于是，许多投资者抱怨股价大跌而公司又不分红或分红很少，股市投资的两个回报渠道都没有收益！因此，分红的呼声很高，这完全可以理解。

但是，许多监管规则不合理、公司治理不到位、政府对上市公司干预和保护太多、投资者得到的司法保护欠缺等所带来的股市结构性问题，不是靠强迫上市公司多分红就能解决的。退一步讲，即使迫使上市公司把所有资产都卖完并分光给股东，那也改变不了中国股市的本性。解决中国股市问题的办法，不是靠一个更加扭曲的政策去缓和其他扭曲性政策带来的后果，因为那只会加剧其“劣币驱赶良币”的能力。

最后，以一个具体的故事来说明我们许多金融观念还需要重新思考

和梳理，否则还会走不少弯路。几年前，在一家大型投资公司做高管的朋友说：“我们的资金是发债而来的，每年的利息成本3%，所以，我们要求每项股权投资至少每年派息3%。”

我说：“这就怪了，如果你们非常看好一家公司的前景，不分红，让公司留下资金发展不是更好吗？”

“不行啊。那样，我们3%的利息成本靠什么支付？”

“至少有两个办法：一是用你们还没有投出去的钱支付；如果钱都投完了，那也可以卖掉部分投资，用变现所得来支付利息成本。这两个办法和用股权投资分红得来的钱支付利息，难道有区别吗？一块钱就是一块钱，跟它是如何得来的没有关系啊！”

“拿分红所得去付息，跟拿本金或卖掉投资去付息，有本质上的不同！”

没想到受过专业训练的金融高管也对红利收入有如此认识，看来股民非理性地热衷红利就不令人惊奇了。分红所得、本金、股价升值所得都是钱，难道它们之间有本质区别吗？当然，投资者可以非理性、偏爱短期收益，但监管政策没必要去迎合非理性偏好，更没必要去奖励这种偏好，因为激励非理性的结果只会加剧股市已有的恶性循环。

---

[1] 原文发表于《经济观察报》，2014年1月18日。有改动。

[2] Fatemi, A. & Bildik, R., Yes, Dividends Are Disappearing: Worldwide Evidence, *Journal ofBanking & Finance,* 2012, 36(3): 662-677.

第18章

资本市场催化创新创业[1]

——从纪录片《华尔街》看中国经济金融发展

从政治经济制度及其他文化传统看，美国继承了英国的方方面面。这不仅仅因为美国早期移民主要是英国人，而且即使在1776年美国从大英帝国独立之后，英国文化与价值仍然是美国经济与政治理念的基础。可是，虽然两国都信奉并执行自由市场、“小政府大社会”理念，虽然工业革命源自1780年左右的英国，但是到19世纪中叶，特别是1860年之后，工业革命、科技创新的世界中心已经牢牢在美国扎根，后来再也没离开过。即使到今天，美国的创新能力不仅胜过其他国家，包括英国和基于英国移民的加拿大、澳大利亚，而且创新者的年龄也越来越小，小到中学生！

正因为美国在政治经济制度、文化传统、教育与学术等方面与英国、加拿大、澳大利亚如此相似，对于在过去一个半世纪里美国与英国及英国前殖民地国家之间科技创新、经济实力的差距，我们显然不能用基本制度和文化传统来解释。那么，同样是自由市场经济，同样是民主法治国家，是什么造成了英美自19世纪中叶以来的大分流？是什么造就了美国跟其他英国前殖民地国家的差距？这对希望走上科技强国之路的中国有什么启示？

实际上，如果走出英美比较，看看更多国家，我们就会发现，几乎所有国家都有科学家、工程师，所有国家都有创业者和私有企业，但是，在科技创新领域，几乎没有一个国家能赶上美国，连英国也落在后面。我们可能会说是因为缺少资金。其实，对许多国家而言，他们并非不能汇集资金去研发，许多国家都投巨资做过尝试，只是，资金、科学家和工程师是实现科技强国的必要条件，但不是充分条件。资金显然不是问题的关键。

答案在资本市场，在华尔街！中央电视台经济频道大型纪录片《华尔街》，凝聚了李成才总导演和团队近三年的心血。通过他们夜以继日的努力，《华尔街》为我们解读了美国成功的历史，尤其是为什么金融市场是美国经济和社会强盛发展的基石。《华尔街》的意义格外重大，

因为经过2008年金融危机的冲击，不仅世界在怀疑金融市场的作用，中国更是如此，理念开始动摇。没有金融市场，能够成功构建现代经济吗？对于已经解决温饱、正在崛起的中国，认清金融的逻辑，意义会长久深远。

华尔街是催化创新、创业的机器

之前，谈到华尔街，人们会把华尔街等同于融资平台，这种理解也主导了中国资本市场过去20年的发展。不过，融资只是资本市场的表面，是能看得见的具体结果。其实，资本市场更为根本的贡献在于加速创新、创业成就的实现，在于培植、催化社会创新文化。融资是表面，激励创新、创业是资本市场的根本。

就以百度为例，2005年8月5日百度在纳斯达克上市，那次具体融资多少已经没几个人记得，或许百度融资了多少不是最重要的，重要的是百度上市那天许多个人化的创业故事“被定价”：37岁的李彦宏成了9亿美元富翁，另外还诞生了6名亿万富翁、上百名千万富翁与数量更多的百万富翁，他们中的多数在6年前还是学生！

百度上市的故事具有许多方面的意义，其核心是示范效应，激发更多的创新、创业。首先，看到百度上市当天股票从27美元的发行价跳到120美元，一天内可以涨这么多，引发更多人去股市投机，增加股市的交易量和流动性，为更多“百度”上市创造条件。其次，毕竟投机炒股难以致富，而更能赚大钱的“投机”是去模仿百度的创业者，自己也去开一家新技术公司，做成后也像百度那样去上市。这就直接刺激创新，当然不一定成功，但看到百度的经历，谁不想去试试呢？李彦宏的成功既不靠关系，也不靠“富二代”财富，而是靠自己创新、创业。“我也可以是下一个李彦宏！”再次，看到百度的成功，更多风险投资基金、PE基金会去找未来的“百度”，把钱投给它们，由它们去花，去研发，去创造下一个“百度”或者几十个“百度”！

所以，我们看到，“投机”是人之常情，也是各种技术创新的原动力。正因为科技创新是在“创新”，所以就有风险，去做有高风险的事就要有投机冒险精神。我们中国人总喜欢把“投机”看成非常负面的东西，谈到股市我们就想到要“抑制投机”，其实，如果没有投机，就可能只有“股”但不会有“市”。谈到房地产市场，我们也想到要“抑制投机”，但同样，如果没有投机，也会只有“房”但不会有“市”，房子就没有“投

资”价值。

我们必须看到，如果美国社会不认同投机的价值，也就不可能有发达的股票市场，就没有华尔街。没有发达的股票市场，就不会出现风险投资基金、PE投资基金，那么，创业、创新风险就无法在更大范围内分散，也就不会有美国过去150多年的科技发明历史。正是华尔街的兴旺交易，才使美国过去150多年中成千上万个“盖茨”“扎克伯格”的故事成为可能，而这类故事已经刺激了美国社会一个多世纪，很早就改变了美国社会的教育理念和社会文化，把“创新”“创业”精神内化到美国主流文化中，成为其文化核心，以至今天人们觉得好像美国人生来就喜欢创新、创业，尽管这种创新文化是因为股市激励所致。

今天，中国也出现了一个接一个的“百度”“腾讯”“阿里”等财富故事，股市展示的榜样力量已经在催化中国互联网业、太阳能业、酒店餐饮业、各类科技和服务行业的创新、创业，也在刺激中国创新文化的发展。

资本市场何以培植创新文化呢？试想，如果百度的股票没有上市或者根本就像原来的法人股那样不能交易买卖，那么，不管百度的业务今天有多么成功，其成功果实——财富，也只能靠未来一年一年的利润来实现，那是一种极慢的成功果实的实现过程。也就是说，在创始人李彦宏的有生之年，他的财富可能很难达到一个亿，或许要李家几代人才能把李彦宏创办的企业的果实逐步实现出来，而且还是在他的后代有出息的前提下才能实现！

极慢的财富实现过程不易产生很强的社会示范效应，不能鼓励更多人去创业、创新，也就会放慢整个社会的科技创新速度。但是，有了华尔街这样充满活力的股市，由于股票的市场价是股市对公司未来利润预期的定价，即百度未来无限多年利润预期的总折现值，所以，把百度股票以今天的价格卖出，等于是让百度的创业者今天就能把未来无限多年的收入流兑现，而不是像过去那样需要等上很多代。因此，发达的股市不只是给企业的未来做定价，而且为创业者提供了一种提前兑现未来利润预期的机器。如果这些创业者愿意，通过提前兑现已建成的企业成果，他们还可继续其他创业和创新，加快各尽所能的速度，加深各尽所能的深度。

这就是为什么当年英国的商人家族需要很多年，甚至好几代才能富起来，传统社会的财富实现都需要漫长的岁月，但美国的盖茨、戴尔等人都是二十几岁就成为亿万富翁。没有华尔街，就没有英美之间的这种

差别，也难有美国跟其他英国前殖民地国家的差别。是股市这个折现机器加快了财富的实现速度，是华尔街催生了美国式快速技术变革。

英国是如何错过股市发展机会的

既然美国在许多方面继承了英国，按理说，当年的英国比任何国家更具备条件发展出华尔街这样给未来做定价、把未来兑现的机器，那为什么英国没能做到这一点，而把这一机会留给了美国？

随着英国在16世纪后半叶加入海洋贸易的行列，它的金融业得到极大的推动，到18世纪其金融市场领先世界，只不过其重点集中在银行、保险和债券市场上，而不是股票市场，尽管股票交易在同期也有不小的进展。

之所以英国当年的债券市场非常发达，是因为17—19世纪英国政府需要大举国债，为其海军建设融资。这种因扩军而产生的政府融资需求促使债券市场最先在英国、荷兰等西欧国家发展起来，以至伦敦证券交易所到1843年时超过90%的上市证券是债券，包括国债、公司债和外国政府债，股票交易占不到10%。换句话说，在18、19世纪英国盛世时期，其金融是以银行、保险和债券市场为特色。

实际上，英国当年有机会实现美国式的股票市场。在伦敦，股票交易从1555年左右就开始了，17世纪末期股票交易越来越火，到1720年的“南海股票泡沫”达到顶峰。但那次股市泡沫使英国议会通过一项严格限制股份有限公司的《反泡沫法案》（The Bubble Act），要求所有新公司上市前必须得到议会的通过。该法案从根本上扼杀了英国股市的进一步发展，使伦敦股票交易从此沉闷130多年，直到1843年后才重新恢复新公司上市。从某种意义上说，那项法案把以股权文化为中心的创新经济留给了后来的美国，等到英国于19世纪中期醒悟过来时，美国华尔街已经走在了它的前面。

中国金融发展前景

从《华尔街》系列纪录片中，我们能看到美国经济崛起的秘诀：第一，股市对创新、创业者的成果即未来收入流做定价，并为其提供变现这种定价的手段，也就是所谓的退出机制，让社会提前看到成绩，让创

业者提前实现财富；第二，看到这种对未来做定价的好处和自由可靠的退出机制后，不仅激发出更多创新、创业者，而且也带动各类风险投资基金和风险资本的发展，因为如果没有退出机制，如果看不到退出时所实现的投资回报倍数，就没有人愿去冒险创新、创业。股市就是这样带动整个创新、创业生态创造出硅谷，也催生了美国创新文化。这就是英美市场经济的差别所在。现今世界，科学家哪个国家都有，私有企业哪个国家都有，但没几个国家能有华尔街这样的创新催化剂，所以美国仍然是世界的创新中心。

由美国华尔街的经验，我们也能看到中国金融市场特别是股权市场发展的脉络。1990年上海证券交易所成立，翻开中国资本市场发展史的新一页。之前A股市场的上市机会基本留给国有企业，所以，那些年新公司上市是纯粹的融资事件，并不能激发年轻人的创新、创业冲动。就像农行上市融资2000亿元，但农行的上市并没有给社会带出一个“李彦宏”的创业故事，没有给年轻人树立创新、创业的榜样。

令人鼓舞的是，民营企业可以选择在境外或者境内上市，A股市场上市的通道在慢慢打开。2004年开启的深交所中小板块，2009年推出的创业板，这些发展都为中国个人创新、创业者提供了价格发现和退出手段。到今天，来自创业板和中小企业板的一个接一个的财富故事，使中国新能源、互联网、交通运输、医疗卫生、文化产业等领域充满创新、创业气息，风险投资与私人股权基金行业尤其朝气蓬勃，为建设创新型国家催化全新的商业模式。股市给社会提供的不只是表面上的融资，更重要的是提前估价创业者的成功，并加速实现创新者的成果，给社会贡献活生生的创新榜样。

---

[1] 原文发表于《理论视野》，2010年第11期。有改动。

第19章

金融“阴谋论”可以休矣[1]

这些年国内很流行阴谋论，特别是喜欢把金融、货币、石油等都加上“战争”二字。这样当然耸人听闻，而且极其危险，对中国的发展不仅无益，还像智力鸦片一样，使人心智麻木怠惰。不是去挖掘市场经济特别是金融市场的本质，而是止步于阴谋论，长此以往，甚至会阻碍中国市场经济现代化、金融现代化的进程。

为什么不能把金融和战争相提并论？因为战争是基于暴力，是基于强制力迫使另一方接受施暴方的安排，而金融市场是基于交易双方的自由选择：你如果觉得不合适，或者有更好的选择，或者能做得更好，你可以不接受或者要求改变交易条款，没有谁强制你必须接受，没有人拿着枪顶着你的脑袋，说如果你不做这笔金融交易，就把你干掉！把任何基于自由自愿选择权的竞争关系说成“战争”，实属混淆概念，且没有任何建设性价值。

美国或其他任何国家追求自己利益的最大化，是不言而喻的事情，就像人要活下去就得呼吸空气一样。中国也在追求自己利益的最大化，而且应该这样，这是每个国家、每个人应有的权利。不能把追求自己利益的行为冠以“战争”之名而对其进行道德贬低。

那么，何谓利益？利益表现形式多种多样，可以是经济的、政治的、文化的、意识形态的、价值观的、宗教的等等。在今天越来越金融化的世界，这些各类型的利益到最后都可用金融载体来度量，或者说以终极通货度量衡——货币——来度量。虽然许多东西，比如宗教利益、文化利益，还不能完全以货币化方式度量，但一般性货币之所以叫“通货”，就在于其作为价值度量衡的通用性。可以说，人类社会的货币化进程带来了现代化，堪称人类文明发展的基础。鉴于此，当我们说一个国家为自己的利益而奋斗时，大致上就等于说这个国家为其金融利益而奋斗，为其货币化的利益而奋斗。对于了解现代经济的人而言，这不是什么新发现。

当然，你可以说：从军事战略上讲，一国可以通过毁灭对方的金融体系达到毁灭对方的效果，即“非常规”战法。但这不等于“金融战争”，

更不能推论说就该从“战争”角度研究金融。往人体注入毒品可以将人杀死，故而医学似乎也可以是一种非常规战争，但我们不会因此而从“战争”角度研究医学、研究医疗技术。就像医学和战争不能混为一谈一样，金融就是金融，战争就是战争。

为什么迷恋阴谋论

中国从乾隆末期，特别是鸦片战争以来，从来不缺阴谋论，不缺从道德评判角度看待西方，缺的是从建设性角度去追问、研究西方为什么兴起，去追问为什么美国金融、美元得以主导世界，而欧元、日元或人民币没有成为和美元同等地位的国际货币。阴谋论、道德评判的最大危害，是让我们似乎站在道德制高点，像阿Q一样沾沾自喜，却麻醉了自己的智力探究，使自己失去了学几招的勇气与机会，让自己不能掌握竞争制胜的技能。我们就是这样陶醉在阴谋论中荒废了近两个世纪。科学精神从本质上说就是去迷信、去阴谋论，就是要探究现象背后的本质。

美元的地位、美国的金融实力和技术实力是现象，其背后是经济政治文化制度因素。那么，现象背后的经济政治文化制度因素到底是什么？

一国货币是否成为国际货币，取决于市场竞争，看哪个国家更有长久稳定的制度保障，哪国的政治经济文化制度让国际社会更信任、更安全，具备保证其货币价值、购买力的方方面面的制度和经济要素，尤其是财政开支、货币发行是否有可靠的制约。当美元、欧元、人民币和其他货币互相之间有同等机会去竞争的时候，从国家主权基金到各国外汇储备，到全球很多有钱的个人和企业，都自愿选择美元资产而不是其他货币资产时，我们该做的不是指责美元霸权，而是去问为什么其他货币没有在竞争中胜出。战争所依赖的是强盗逻辑、暴力逻辑、炮舰逻辑，而金融市场靠的是真本事，靠的是自由选择的逻辑。

我们应该呼吁改良世界金融体系中的游戏规则，但一个基本事实是：人民币没有国际化，不是因为别人的围堵，不是出于任何人的阴谋，更不是暴力压迫的结果，而是我们自己的政策所致。比如，资本账户不开放，被管制得那么紧，人民币债券与股票市场对外国投资者不开放，人民币投资市场不发达，利率、汇率没有市场化，如此等等。这些政策不是其他国家强加的，而是自己制定的。有了这些限制与缺失，人民币在国际市场上的接受度和作为储备货币的程度当然不会高。

当然，现在采取了很多行动将人民币国际化。这些才是该做的。通过人民币国际化的例子，我们很具体地看到，掌握国际货币的发行权并不那么简单，需要的是真功夫。美国掌握了美元的印钞机，这是一个结果，但背后是200多年多方面的努力。

中国人民银行原行长周小川写的许多文章和发表的讲话，非常积极到位，颇具建设性。对于国际社会而言，如果国际金融体系只能依赖主权货币，就必然给其他国家带来金融资产价值的不安全，给发行具体主权货币的国家以滥用印钞机的机会，去变相掏空全球社会的财富。

但是，今天世界上没有真正的世界政府，没有世界警察，没有世界立法机构或执法机构，也没有权力足够大的世界央行。在各国都强调“我的主权别人不能干涉”的时候，不可能有跨越国界的世界政府的存在。在这个前提下，实际上只能由主权货币继续作为跨国经济交换的货币，不管投资还是商品交易，只能接受这样的格局。金融危机后，我们更加意识到超主权国际货币的重要性，但在没有世界政府、在各国主权观念不变的情况下，那还只是一种愿望。

阴谋无处不在吗

不少人喜欢说“阴谋无处不在”。在金融领域、在华尔街如此，在生活的其他空间也如此。听起来好像是真的，但是我们必须对语言有种基本共识。“阴谋”是一个包含许多贬义的词，尤其包含极强的敌意、道德上的指责，含有极强的价值判断。“阴谋”不等于“非公开的私密策略”。非公开的私密策略的确在金融市场、经济领域、生活领域无处不在，每个人、每个国家都有权利选择对自己最有利、不公开的策略，但那不是含极强价值判断的“阴谋”。“算计”在中文里也是跟“阴谋”一样充满贬义。正如前面提及的，把什么都说成“阴谋”，除了麻醉自己的智力探究，让自己不求上进，没有什么建设性好处，也无法让我们这一代、让后代学几样发展金融本领的方法。

曾任美国财长的鲍尔森到中国来，希望中国买更多美国国债，这很正常。他可以希望，甚至可以要求，但中国可以选择不买。

一个房地产开发商可以跑到北京东城区跟银行谈判：如果你借我10亿元让我开发这个项目，那么我下次把赚到的钱都存你银行。这是一种交易，是正常的交易，不是强制。银行照样可以说我不给你这笔贷款。

中国也可以说我不买美国公债，不给你美国的财政赤字提供支持。中国、美国和其他国家都有权利伸张自己的要求和利益，不应指责任何一方，你做你该做的，要你想要的，我也同样根据我的利益来做。

中国最后之所以还是决定买美国国债，可能是想来想去，买美国国债是一个最优的选择。这主要有几个原因。

第一，美国毕竟是中国最大的出口市场。如果中国不去买美国国债，那么，美国可能慢慢没法买中国商品，需求减少。这是生意场上你来我往的讨价还价。

第二，当中国外汇储备到了4万亿美元时，除了美国之外很难找到能够吞吐容纳这么大金额的其他投资市场。所以，不只是前财长鲍尔森，还有其他官员说：你们爱买不买。他并不是说美国不希望中国去买美国国债，而是知道，如果你不买美国国债，你没什么别的可买。如果你去非洲投资，一个非洲国家，几十亿美元、100亿美元就可把整个国家的GDP翻几倍，那会带来很多问题。拉美国家的投资市场容量也有限，欧盟又有欧盟的问题。比较来比较去，当中国外汇储备这么高以后，基本上就没别的路可走。

很多“愤青”说，美国这个也逼我们，那个也逼我们。而在美国人看来，世界游戏规则、市场规则就是这样的：如果你有实力，你就去用，怎么用是你的权利。你可以很露骨地用你的实力，也可以像传统中国人比较含蓄地用，那是你的权利。正常的贸易不是靠暴力，最后谈来谈去是看彼此的实力。中国人比较喜欢含蓄，我想要一个东西，但是不想那么赤裸裸地要，而美国人喜欢直截了当，不喜欢扭扭捏捏，这是文化上的差异。在美国人看来，公平的游戏规则就是：你有权利追求你的利益最大化，有权利提出任何要求，但是我也有这个权利，以我觉得合理的方式，甚至很粗暴、很直接、很赤裸的方式要求得到一些东西。大家都有权利去谋求尽可能多的东西。

很多中国人不喜欢这种赤裸裸的谈判甚至要挟。在我们看来，这好像不符合道德。尤其这些年，我们总把美国看成圣诞老人，期待美国充满仁慈和无私，总觉得美国作为世界上民主、自由、人权的最主要倡导者，怎么在涉及国家利益时那么赤裸裸地给我们施压，要那么多东西。好像美国人也不像我们原来想象的那么道德。美国人怎么想？他们会认为：争取、保护自己的利益是理所当然的，是自己的权利。要他们没有自己的利益追求，像圣诞老人一样去全球送礼物，那不可能！美国人相信：你有权利维护你的利益，我有权利维护我的利益。

美元拥有霸权地位，石油等大宗商品都与美元挂钩，这些听起来好像很没有道理，其实，正如前面所说的，这是由经济实力决定，由制度稳定性决定的。如果美国经济不是全球最大，软实力不是全球最强，人们会买美元的账吗？不是还有欧元、日元、英镑，为什么非要用美元？抱怨美元的地位等于抱怨美国的实力，而改变美国相对实力的最好办法是发展自己的实力，改良自己的制度和经济架构。

纸币和债券的固有风险

前些年美国的财政危机以及量化宽松政策，使大家都担心外汇储备的保值升值前景，美国政府方面任何不负责任的行为都会给中国带来巨大损失，所以，对美国的道德指责很多。不过，换个角度看，中国作为投资者从一开始就应该考虑到这种违约行为的可能性，这些都应该是当初决策中重点考虑的因素，任何债权契约中都包含发债方违约的隐性权利。货币也是一种债券，包含发行方的违约风险。债权违约不是新鲜事，不管古代还是近代，中国还是其他国家，通过多印钞票、通货膨胀转移民间财富这样的做法时有发生。比如，中国在宋朝就推出了纸币交子，到明朝又试过，还是失败了，一直到民国时期才又重新推出纸币。用纸币作为价值载体可以给发行方提供很多滥用发行权的机会。作为更一般金融证券的债权也包含这样滥用信用的机会。

任何国家都不应该通过量化宽松政策，变相让货币贬值，使国债的实际负担下降，变相转移其他国家及广大投资者的财富。可是，美国过去几年这样做了，日本还在这样做，欧元区央行即将这样做，而中国从2009年也在这样做。

所以，买任何国家国债的人在做决策时，就应该，也必须考虑到这个风险，把通胀风险溢价体现到你所要求的债权投资回报里。这样，当美国政府通过美元贬值降低其债务水平时，中国人就不应该表现得很吃惊。债权是金融契约，任何契约交易都隐含违约风险，这是投资者应该知道的常识。

“广场协议”使日本失去20年吗

这些年阴谋论者常用的一个例子是1985年美国跟日本签署的“广场协议”，认为从那以后日元大幅升值，造成经济泡沫失控，之后又是美国

导演了一场外资大逃离，致使日本经济一蹶不振20年，就这样美国的阴谋成功地把日本搞垮！所以，为了避免日本的经历，我们必须防备各种西方主导的国际条约协议，包括规范银行业的《巴塞尔协议》等。

实际上，各类跨国协议是经济全球化、金融全球化的基础架构，也是必然趋势——顺者昌，逆者则被世界淘汰。就像2008年金融危机那样，在各国经济都一体化整合之后，如果一个国家的金融体系不跟其他国家配合合作，那么，该国的金融体系一旦发生危机，就不再会像200年前那样只对本国经济构成影响，而是会影响到其他许多国家，大家都捆在一起了。

那么，如果日本在1985年不签署“广场协议”，日本经济是否会更好呢？首先我们应该看到，金融体系应该跟实体经济体相匹配，不能一方面日本产业经济跟国际经济接轨了，但另一方面其金融体系又不跟国际接轨。笔者2002年10月去东京开会时得到的教训比较大。按照之前的经历，用美国的银行卡在中国任何城市的银行ATM（自动柜员机）上都可以取钱，中国的银行在20世纪90年代末已跟美国及其他国家的银行体系接轨了许多，也都联网了。所以，2002年去日本时，我就自然假定只带银行卡就够了，不用带那么多现金。结果，在东京走了那么多银行，没有哪家银行接受我的银行卡让我取钱！到了2002年，日本的银行体系、金融体系还跟中国、美国和其他国家近乎隔离，没有联网，我们可以想象其金融体系有多封闭！这反映了其经济体系、金融体系的结构脆弱性。

日本经济在1990—1991年后之所以停滞不前达20余年，其实跟“广场协议”没有关系，而是由其他原因导致的。一个原因是，从20世纪80年代到90年代初，中国制造业在快速兴起，这对以制造业为核心的日本经济来说是致命性冲击。不管是后来的富士康还是更早在浙江、广东的众多制造业企业，都让日本大受打击，让日本经济很难再依赖制造业。日元升值后当然使日本劳动力成本在国际市场上大大抬高，但即使1985年后日元并没有升值很多，而1985年之前的日本劳动力成本早就远高于中国，所以日元升值不是根本问题。中国制造业在20世纪80年代初期的全球市场份额非常低，到了80年代后期、90年代则快速提升，特别是2001年加入WTO（世界贸易组织）后更是快速提升。对日本来说，面对这种挑战，它只有两个选择：要么经济停滞不前很多年，要么发展服务业特别是金融行业，淡化对制造业的依赖，做产业结构转型。但是，日本不开放其金融体系，加上它对金融的超强管制，在过去的20多年

里，日本没有真正努力发展其金融体系。即使到今天，日本经济还是依赖制造业，不希望放弃这一优势。

到今天，中国制造业已在很多领域比日本做得更好，成本更低，日本的制造业肯定守不住。但是，其金融行业又没跟上来，其他服务业也很难有上升空间。所以，不是美国设计的阴谋把日本经济拖垮了，而是日本自己的政策、体制所致。与其说是美国和英国联合起来把日本经济拖垮，还不如说日本自己没有看到中国制造业、中国经济崛起后所带来的根本挑战，没有去主动转型。如果当初日本金融监管思路能与时俱进，向金融自由化方向调整，日本经济可能不会像今天这样。也许，如果当初日本主动加入《巴塞尔协议》等，其经济转型可能会更早实现。日本之所以采用那种情绪化的抵制，跟其政策总体非常保守有很大关系。

美元霸权背后的逻辑

跟上述日本“广场协议”类似的流行说法是，美国为了维持美元霸权，不惜去发起各种战争。当我们看待这种问题时，必须考虑到世界秩序的演变历程。从某个意义上说，大英帝国时期，跟葡萄牙、西班牙主导西方世界时相比，是很不同的；而现在美国主导的世界秩序，跟大英帝国时期又不同。之前西班牙的帝国体系，更多是为了掠夺资源而建立的。而大英帝国在整个18、19世纪并不是这样，它不是为了把资源抢夺走，而是在当地做投资，扩大英国产品的销售市场。英国帝国体系是为了贸易，不是为了掠夺资源。18世纪末，马戛尔尼到中国来参加乾隆皇帝的八十大寿，是代表英国国王跟中国谈贸易协议，希望跟中国开通双赢的贸易关系，最初不是来掠夺的。所以，英国帝国体系不是传统意义上的资源掠夺型体系。

美国在二战后建立的国际体系，更加不是掠夺型的，也不是基于殖民地的，而是基于规则、基于有利于跨国贸易的世界秩序，这种国际秩序的目的是让各国之间能更顺利地互通有无。

对中国、对世界经济来说，有规则的国际秩序降低了跨国贸易、跨国投资的交易成本，使中国这样的出口导向型经济更能增长。比如，18、19世纪的大英帝国时期，最大的跨国公司是东印度公司。那时候，东印度公司的海军和陆军数量都超过英国皇家海军、皇家陆军。而今天美国的大跨国公司是GE（通用电气公司），它没有一个士兵，也没有军

舰，所以不需要花钱建立、维持自己的武装力量去保护它在各国的投资利益和员工。但是，GE有几千个律师！原因在于，二战后美国主导建立的世界秩序是基于规则与国际法的秩序，而不是基于炮舰武力的秩序。当你和其他国家做投资、做贸易时，需要有人把你的利益尽量用法律手段保护起来。但是，在大英帝国时期没办法这样做，因为没有那么多国家愿意按共同规则来约束贸易关系、投资关系，所以，东印度公司就用自己的军队强行维护其在海外的利益。这也是为什么晚清政府难以让中国成为世界制造业大国，而1978年邓小平改革开放之后，中国能很快成为出口导向型经济。

在这个时候，对于中国这样以出口为导向的、对出口依赖这么高的经济体来说，有一个稳定的世界秩序，让装载中国进出口产品的商船能安全地航行在世界各海域里，让中国的各种商用与非商用飞机能顺利地飞翔，让中国商人到世界各地安全地投资或贸易，不用担心人身安全，这些都是非常关键的。

在这种情况下，如果出现了挑战和破坏这个秩序的情况，我们应该做何选择呢？务实的做法是为了自身的利益，应该尽量维护这个秩序。当然，这样做的一个结果是维护了美元的坚挺地位，但这不仅帮助了美国，也帮助了中国和其他许多依赖国际贸易体系的国家，给世界经济都带来了巨大好处。

退一步讲，幸亏有美国提供了哪里都信得过的美元硬通货，全球化才能运转起来，跨国交易成本才那么低。如果没有哪国的货币是全球范围内都信得过的，如果大家只认黄金或白银作为支付货币，中国的外贸量不可能这么大，我们的出口不可能那么顺利。不管是拉美还是非洲的土匪，他们都认美元。如果没有美元，中国的货物怎么能出口到那些地方？如果那些地方只能用当地货币支付给中国的出口企业，中国企业是不会干的。所以，有美元做支付手段，就有中国商品的到处出口，也有了中国三十几年的快速增长。前面谈到，现在基于主权货币的国际体系有其内在风险，需要改革，但这需要时间。我们不要去主动快速推翻美元体系，因为在出现世界政府、超主权货币之前，推翻美元体系对中国经济会是破坏性的，中国经济还继续需要美元的稳定。

不管是中国出口制造的芭比玩具还是衬衣，中国制造商赚钱少，这是事实。但是，为什么零售价跟出厂价差别那么大？这一点从国内蔬菜价格就可以看得很清。蔬菜零售价在北京是几元一斤，而产地价才几角钱一斤，这中间的运输费、中介费及制度成本都很高。几年前，我自己

也投资过以前MBA（工商管理硕士）学生创办的企业，他在美国量身，在中国制作衬衣，再运到美国卖。虽然衬衣的出厂价为4美元，到美国零售价为50美元，但也很难赚钱。因为中间的运输成本、中国关税、美国关税，特别是针对男士衬衣关税高达20%~30%，加上劳工费和中间商的费用，再考虑到有的衬衣会破损，等等；而且每件衣服的个性化服务使之规模效应很差，最终该企业关门了。

更重要的是，中国经过了几十年计划经济的折腾，到20世纪八九十年代，甚至到今天，国内消费需求仍然有限。在20世纪八九十年代，能够有国家给中国制造业提供出口市场，让邓小平改革开放的第二天就能为中国社会带来赚钱和就业机会，那已经不错了。因为在国内资本市场和整个市场经济还没发展起来的时候，国内市场不能给发展提供足够的需求。或者即使国内有需求，但能得到的销售价格远低于出口销售价格，那不是应该感谢国外市场吗？应该把国内外的销售价格做比较，而不是只看到国外的零售价跟国内的出厂价的差别。只要出口赚的钱比国内销售多，就不该指责别人。更应该指责的是，为什么原来的计划经济把中国人的就业和致富空间压缩到那么小的地步，逼着人们无法靠国内消费带动就业从而提供更多致富机会。中国制造企业赚钱少，是因为国内市场还不够旺盛。如果国内体制理顺了，国内消费需求旺盛了，如果国内市场赚的钱可以更多，不是可以选择不理那些出口市场了吗？

所以，在过去这么多年，特别是改革开放之初的二十几年，能有出口制造、增加就业的机会就已经很不错了。一方面，我们喜欢抱怨西方国家占了我们多少便宜，但是，另一方面我们可以算一下，从早晨醒来直到晚上睡觉之前，每个人所用到的、看到的不管是生活还是工作所需的东西，到底有多少是中国本土发明的？我们今天50多万亿GDP里只有3万亿元是农、林、牧行业的，是来自中国传统行业的，剩下的GDP都是来自所谓的现代行业——电力、石油、煤矿业，更不用说互联网、电信业、汽车业、火车业、飞机业。这些都是从哪里来的技术与行业？今天中国GDP的92%左右都来自现代行业，而现代行业都是因西方社会从18世纪后期开启的工业革命发展来的。如果没有西方带来的新技术和发展机会，这些就业和致富机会就不会有。

现今世界秩序给中国和其他国家带来这么多，说明支撑、维护这个国际秩序的国家贡献的确非常大，这种国际秩序作为一种公共产品，其背后是需要有国家天天操心并动用真金白银去维持的。从这个意义上讲美国的贡献非常大。当然，在美国等国家为世界提供这样的公共产品

时，他们有私心、有私利。这好不好？应不应该受到指责？我们当然可以去指责，但也不能指望人家毫无私利、只为世界免费提供维护秩序的公共服务吧。目前的格局总比没有国家提供这些公共产品的局面更好。其实，退一步讲，在目前的国际架构下，我们实际上应该更希望一个自私的国家去提供这种国际公共产品，反而不愿意相信一个所谓“不自私的国家”，因为当一个国家的私利跟其所提供的公共产品、国际秩序完全捆绑在一起的时候，就达到博弈论里说的“利益一致”的动态均衡。这就像参股一个公司，如果公司总裁自己占股比例较高，你就不用怀疑他的利益是否跟你这个小股东的利益一致了。如果一个国家，出于非经济利益去维持国际秩序时，中国和其他国家反倒应该更加警惕、怀疑，因为这时候你反而摸不清它背后的行为逻辑和动力到底是什么，那会更加可怕。

所以，在一个有私利的国家维持世界秩序、为世界提供公共产品的时候，我们可以感到更放心。

抱怨的权利

关于国际金融体系、游戏规则，中国可以抱怨，美国也可以抱怨，但是不要以阴谋论来妨碍我们对金融、对国际市场的理解，更不能基于阴谋论制定国内的金融政策。人类社会里，不管是国与国之间，还是一国之内不同群体间，最后总是靠一个动态平衡来维系。每个国家、每个参与者都有权利去抱怨，而且都应该抱怨，表达自己的利益诉求。有时候，朋友们看到其他国家抱怨中国时，就觉得那些国家对中国不公。其实不要这样想，大家都有这样做的权利。不管是美国还是其他国家，都会也应该根据自己的利益来决策，这是各国的权利。当下的世界秩序的确有很多问题，有许多对中国不利的地方，但我们不能否认中国又是目前世界秩序的最大受益者之一。世界秩序特别是金融秩序需要改革，但不需要革命。为推动这种改革，中国需要的是对现有秩序的建设性理解。

需要指出的是，美国的许多做法很不合理，许多美国人的确太傲慢。即使对同一件事，美国国内也总是有许多不同的声音和立场。对于大家谈得比较多的敏感话题，甚至是情绪化的话题，我这里只是提供另外一个视角。前面说过，不要把美国看成圣诞老人，也不要把它看成魔鬼。只有这样，我们才更能理解美国政策选择、声明背后的逻辑，不管

是金融的逻辑、经济的逻辑，还是政治的逻辑，肯定都跟其自己的利益联系在一起。只是在很多时候，由于现代技术带来的全球化，美国的利益跟中国和其他国家的利益正好捆绑在一起，所以，并不必然以牺牲其他国家的利益为前提，并非总是零和博弈。其实，在中国自己做决策时也会这样，当直接利益跟道德价值之间出现矛盾时，我们会选择哪一边呢？当自己的核心利益不被挑战时，道义当然第一，何乐而不为呢？但是，当自己的实际利益受到挑战时，情况就不一样了，利益会优先，尽管这会受到别人或他国的指责。因为人必须要活下去，更好地活下去的愿望是决策者关注的最高价值、最高利益。美国是这样，中国也是这样，世界就是这样在多个利益方的相互博弈中动态地前进。

阴谋论可以休矣。

---

[1] 本文由乔良、陈志武在2011年6月29日在中国学术论坛上的对谈整理而成。

参考文献

1. Black, Bernard S., "The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets ", *UCLA Law Review* 48, April 2001.
2. Cheffins, Brian R., "Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom ", *The Journal of Legal Studies* 30, June 2001.
3. 陈志武，"证券集团诉讼在美国的应用"，《证券法律评论》2002 年第 2 期，第 260—294 页。
4. Chen Zhiwu and Peng Xiong, "Discounts for Illiquid Stocks: Evidence from China ", *Yale School of Management*, 2001.
5. Clarke, Donald C., "Corporate Governance in China: an Overview ", *China Economic Review*, 2003.
6. Clarke, Donald C., "Economic Development and the Rights Hypothesis: The China Problem ", *American Journal of Comparative Law*, May 2002.
7. Coffee, John C., Jr., "The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control ", *Yale Law Journal* 111, October 2001.
8. Goetzmann, William and Elisabeth Koll, "The History of Corporate Ownership in China". Working paper, Yale School of Management and Case Western University, 2002.
9. Hertz, Ellen, *The Trading Crowd: An Ethnography of the Shanghai Stock Market*, Cambridge University Press, 1998.
10. Hutchens, Walter, "Private Securities Litigation in China: Materials Disclosure about China's Legal System", forthcoming in the *Pennsylvania Journal of International Economic Law*, September 2003.

11. Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes and Andrei Shleifer, "Tunneling ", *American Economic Review Papers & Proceedings* 90, May 2000.

12. Jones, William C., "Trying to Understand the Current Chinese Legal System", in C. Stephen Hsu, ed., *Understanding China's Legal System: Essays in Honor of Jerome A. Cohen*, New York University Press, 2003.

13. Kirby, William, "China Unincorporated: Company Law and Business Enterprise in Twentieth Century China", *Journal of Asian Studies*,1995(54), pp.43-63.

14. Kristof, Nicholas D., "Freedom's in 2nd Place?" *The New York Times*, Aug. 29, 2003.

15. La Porta, Rafael, Florence Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance* 52, July 1997, pp. 1131-1150.

16. La Porta, Rafael, Florence Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, "Law and Finance ", *Journal of Political Economy* 106, December 1998, pp. 1113-1155.

17. 郎咸平与汪姜维，"寻找最适当造假利润率"，《新财富》，2002 年 10月号。

18. Lawrence, Susan V., "Ally of the People", *Far Eastern Economic Review*, May 9, 2002.

19. North, Douglas, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, 1990.

20. Pistor, Katharina, "Patterns of Legal Change: Shareholder and Creditor Rights in Transition Economies ", *European Business Organization and Law Review* 59, 2000.

21. Robertson, Jack, "Toshiba's $2 Billion Settlement Confounds the Industry", *Silicon Strategies*, November 08, 1999.

22. Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, 1997, "A Survey of Corporate Governance, " *The Journal of Finance* 52, June 1997, pp.737-783.

23. Thakur, Ramesh, "China Is Outperforming India", *International Herald Tribune*, Jan. 7, 2003.

24. Walter, Carl E., and Fraser J. T. Howie, *Privatizing China: The Stock Markets and Their Role in Corporate Reform*, John Wiley & Sons, 2003.

图书在版编目（**CIP**）数据

金融的逻辑. 下，通往自由之路 / （美）陈志武著. -- 北京：中信出版社，2020.12
ISBN 978-7-5217-2481-3
I. ①金… II. ①陈… III. ①金融体制 - 研究 - 中国 IV. ①F832.1
中国版本图书馆CIP数据核字(2020)第228909号

金融的逻辑（下）：通往自由之路
著者：陈志武
出版发行：中信出版集团股份有限公司
（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：465千字
版次：2020年12月第1版
书号：ISBN 978-7-5217-2481-3

版权所有·侵权必究